



**Caraterísticas do Governance e Influência na Performance das
Sociedades Cotadas em Portugal**

Márcia Alexandra Batista da Silva

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos

Porto - 2017

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



**Caraterísticas do Governace e Influência na Performance das
Sociedades Cotadas em Portugal**

Márcia Alexandra Batista da Silva

Dissertação de Mestrado
apresentada ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção
do grau de Mestre em Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos , sob
orientação da Doutora Susana Silva

Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri.

Porto - 2017

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO

Resumo

As questões do governance têm sido trazidas para análise desde o final do século passado e continuam na atualidade a ser alvo de preocupação, nomeadamente os modelos do corporate governance, as práticas utilizadas, o modo como se estruturam os conselhos de administração e os seus reflexos na performance das empresas.

Este estudo analisa a influência das características do conselho de administração e das práticas do governance na performance das sociedades cotadas na *Euronext* Lisboa, salientando o contributo destas dimensões para a gestão de Recursos Humanos.

A revisão da literatura apresenta resultados pouco consistentes e os contributos mais recentes em Portugal são escassos. Pelo que esta investigação parte da literatura para testar um conjunto de hipóteses que relacionam as características do conselho e práticas do governance com a performance.

Para o efeito, na metodologia são utilizados dados anuais desde 2005 até 2015 das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, e as hipóteses de investigação são testadas através de dois modelos com dados em painel, ponderadores seccionais e efeitos fixos temporais. As proxys de performance utilizadas corresponderam à rentabilidade das ações e a variações no Q de Tobin.

Os resultados obtidos apontam que as empresas que têm mais mulheres no conselho de administração são as que têm maiores níveis de performance. Em contrapartida, as empresas com mais administradores tendem a apresentar piores desempenhos. Adicionalmente, ao nível da formação, foram encontradas evidências que sugerem que deverá existir um equilíbrio entre administradores com formação na área da economia/gestão e administradores com formação em outras áreas. Foram ainda obtidos indícios que apontam para uma relação positiva entre dispersão acionista e performance. Estes resultados têm implicações no modo como se estruturam os conselhos de administração nas sociedades cotadas de forma a que a sua performance tenda a aumentar. Poderá ser pertinente aprofundar algumas questões, nomeadamente a diversidade do conselho além do género, que ainda foram pouco explorados em Portugal. Outra questão importante remete para os planos de compensação e no modo como isso se reflete na performance. Estudos futuros seriam uteis associados ao processo de seleção dos administradores independentes, permitindo concluir sobre a sua eficácia na monitorização do conselho e consequentemente o seu real contributo para a performance.

Palavras-chave: *Governance; Performance; Conselho de administração; Euronext.*

Abstract

Governance issues have been brought forward for analysis since the end of the last century and continue to be a concern today, including corporate governance models, practices used, how boards are structured and their effects on companies performance.

This study analyses the impact of board characteristics and governance practices on performance of portuguese listed firms, highlighting the contribution of these dimensions to the management of Human Resources.

The literature review presents inconsistent results and the most recent contributions in Portugal are scarce. Therefore, this research part of the literature to test a set of hypotheses that relate the characteristics of the board and practices of governance with performance.

For that purpose, the methodology uses annual data from 2005 to 2015 of listed companies on Euronext Lisbon, and the research hypotheses are tested through 2 panel data models with cross-section weights and time fixed effects. The proxies of performance used are stock returns and changes in Tobin's Q. The results obtained point that firms with more women on the board have higher levels of performance. Nonetheless, firms with more directors on the board appear to perform worst. Moreover, when it comes to directors' education, the evidences found suggest that there should be an equilibrium between directors with education regarding economics/management and administrators with other kinds of education. In addition, it was obtained some evidence that point to a positive relation between equity dispersion and performance.

These results have implications for how boards of directors are structured in listed companies so that their performance tends to increase. It may be pertinent to explore some of the issues, such as the diversity of the council beyond gender, which were still little explored in Portugal. Another important issue refers to compensation plans and how this is reflected in performance. Future studies would be useful in the selection process of independent managers, allowing them to conclude about their effectiveness in monitoring the board and consequently its real contribution to performance

Key words – Governance; Performance; Board; Euronext.

Índice

Capítulo I - Introdução	1
Capítulo II – Revisão da Literatura	3
2.1. Teoria da Agência	3
2.2. Corporate Governance.....	6
2.3. Governo das Sociedades em Portugal	9
2.4. Membros do Conselho de Administração	12
2.5. Características do Conselho de Administração.....	15
2.5.1 - A dimensão do conselho e a performance da empresa:	16
2.5.2. A independência no conselho de administração e a performance:	18
2.5.3. A concentração acionista	22
2.5.4. A compensação e a performance da empresa	25
2.5.5. A formação académica e a performance	27
2.5.6. A diversidade de género e a performance	27
2.6. A performance.....	31
2.7. Discussão sobre o papel das características dos conselhos de administração na gestão de recursos humanos	33
Capítulo III – Metodologia de Investigação.....	36
3.1. Técnica de recolha de informação.....	38
3.2. Amostra	39
3.3. Hipóteses Teóricas	41
3.4. Análise de Dados.....	42
3.5. Modelo de Análise	43
Capítulo IV – Apresentação de Resultados.....	45
Capítulo V – Discussão de Resultados.....	50
Capítulo VI – Conclusão	54
Referências bibliográficas	57

Índice de Tabelas:

Tabela 1 - Lista das sociedades não financeiras cotadas na <i>Euronext</i> Lisboa.....	39
Tabela 2 - Informação levantada em bases de dados.....	400
Tabela 3 - Dados estatísticos descritivos das variáveis	444
Tabela 4 - Performance medida pela rentabilidade das ações	455
Tabela 5 - Performance medida pelas variações no Q de Tobin	476

Capítulo I - Introdução

Esta pesquisa dedica-se ao estudo das características do *corporate governance* e a influência das mesmas na performance das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa. Este tema foi ganhando visibilidade e alvo de investigação desde a década de 80 e 90, mantendo-se na atualidade na preocupação dos países e organizações responsáveis pela regulamentação dos mercados, como é o caso da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal.

Após a falência de grandes empresas nos anos 80 e 90 ser associada à falta de rigor e transparência da administração das mesmas, bem como as dificuldades de supervisão e monitorização destas, surgiram então um conjunto de trabalhos que visavam compreender como é que a arquitetura do *governance* poderia explicar dinâmicas ao nível da performance.

Este tipo de acontecimentos tiveram repercussões nos Estados Unidos mas também na Europa, onde se registaram alguns escândalos financeiros neste período, em particular no Reino Unido, designadamente a queda da empresa PollyPeck em 1990 ou do The bank of credit and Commerce International em 1991. Em ambos os casos verificou-se a existência de gestão dolosa.

Em resultado, surge em 1992 um código de boas práticas, designado de *Cadbury report* no Reino Unido. Este documento teve o objetivo de introduzir um maior rigor e transparência nas informações financeiras das sociedades cotadas, bem como providenciar recomendações ao nível da estrutura do *governance*. Este deu origem a uma panóplia de outras recomendações, nomeadamente os relatórios Greenbury (1995) e Hampel (1998), no Reino Unido, e a lei Sabarnes-OxleyAct (2002) nos Estados Unidos.

Em Portugal esta preocupação materializa-se com a criação da CMVM em 1991 que emite um conjunto de recomendações e regulamentos a serem cumpridos pelas empresas. A principal função desta entidade consistiu na supervisão e regulamentação dos mercados financeiros. Atualmente, as empresas cotadas em Portugal têm que reportar em que medida seguem as recomendações da CMVM.

Atualmente ainda se discute o papel dos administradores e seus grandes salários, a transparência da seleção dos mesmos e sobretudo as práticas do *governance* que potenciam a performance das sociedades.

Apesar da análise do *governance* e da *performance* datar da década de 80 e 90 (Demsetz, 1983; Johnson, 1985; Clarke, 1998; Eisenberg, 1998), a generalidade do

s trabalhos relacionados com esta temática pertencem aos Estados Unidos, pelo que o número de estudos com enfoque em Portugal é limitado. Ao nível nacional ressaltam-se, mais recentemente, os contributos de Campos (2015), Matias (2016), Dias (2016) e Carvalho (2017).

A análise da estrutura do *governance* surge na década de 70 e decorre da teoria da agência: com a delegação da gestão das empresas nos administradores e dada a existência de diferentes interesses por parte de administradores e acionistas, existe a necessidade de criação de mecanismos que alinhem os interesses dos administradores com os dos acionistas, isto é, a maximização do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

A investigação sobre a influência do *governance* na performance tem subjacente o estudo de uma série de dinâmicas. Para se aferir a estrutura mais adequada do *governance* poderá analisar-se um conjunto de dimensões, entre outras, designadamente neste estudo, a percentagem de administradores não executivos, a percentagem de administradores independentes, a percentagem do capital detido pelos administradores, o número de administradores, a diversidade de género no conselho, e a educação nas áreas de economia ou gestão. Este trabalho contribui para a literatura porque analisa a influência de um conjunto alargado de medidas do *governance* na performance medida através das duas proxys que de acordo com a revisão da literatura se mostram mais adequadas. São elas a rentabilidade das ações e as variações do Q de Tobin.

Os estudos efetuados em Portugal (Campos, 2015; Matias, 2016; Dias, 2016;) e internacionalmente (Yermarck, 1995; Nguyen, B., & K. Nielsen, 2010) apresentam frequentemente resultados cuja robustez é limitada e as metodologias aplicadas são por vezes obsoletas. Além disso, os trabalhos existentes têm produzido resultados mistos, criando-se uma névoa na literatura que é importante esclarecer, em particular para o contexto português.

Pretende-se ainda com este trabalho providenciar evidência que permita compreender com maior profundidade o perfil-tipo de conselho de administração que potencia maiores níveis de performance e que maximize o valor da empresa.

Este estudo está organizado da seguinte forma: o capítulo II apresenta a revisão da literatura, o capítulo III expõe a metodologia utilizada, o capítulo IV apresenta os resultados da investigação, o V a discussão dos resultados e o capítulo VI, a conclusão.

Capítulo II – Revisão da Literatura

2.1. Teoria da Agência

De acordo com os autores Arruda, Madruga e Júnior (2008), “a teoria da agência é a base teórica que busca analisar as relações entre os participantes de um sistema, em que propriedade e controle são designados a pessoas distintas, o que pode resultar em conflitos de interesse entre os indivíduos.” (Arruda, Madruga & Júnior, 2008, p.77).

O primeiro contributo acerca deste tema remonta a Adam Smith (1776) ao analisar a divisão entre a propriedade das organizações e a sua gestão, isto é, a separação entre acionistas e administradores. Posteriormente destacam-se os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983).

Jensen e Meckling (1976) destacam o problema da agência na sua análise sobre a teoria da estrutura de propriedade da empresa. É a separação e delegação de poderes de gestão dos acionistas para os administradores que leva ao conceito de teoria da agência. Os autores explicam que o problema da agência consiste no risco associado a um agente (administrador) desempenhar a sua atividade em benefício dos seus próprios interesses ao invés de atuar de acordo com os interesses dos acionistas (proprietários). Referem que a relação da agência consiste num contrato onde uma pessoa, ou mais, delega a alguém a gestão da sua propriedade, sendo o contrato um instrumento de equilíbrio de poder entre as partes (Jensen & Meckling, 1976). Quando a ação dos gestores não coincide com os interesses dos acionistas e surgem conflitos, dá-se uma ineficiência produtiva, a qual se designa por custos de agência. Por forma a evitar o conflito de interesses entre o detentor da propriedade e o gestor/administrador da mesma e potenciar uma relação eficiente entre ambos, é utilizado um conjunto de instrumentos que pretendem alinhar os interesses dos administradores com os dos acionistas. Entre estes instrumentos encontra-se a remuneração, seja pela via de salários elevados ou salários variáveis que dependem da performance das empresas e de compensações em ações da empresa. Esta última, é particularmente interessante, pelo facto de colocar o gestor da propriedade numa situação de detentor de capital da própria empresa. Tal condição, torna, por exemplo, atrativo para o gestor o aumento do valor da empresa. Pois agora ele detém parte do capital da empresa que valerá tanto mais quanto valer a empresa a cada momento. Portanto se o detentor da propriedade

sustenta o interesse de aumentar o valor da sua organização poderá utilizar a compensação através de ações da empresa para remunerar o gestor da sua organização e assim alinhar o seu interesse com o do próprio.

Assim, é celebrado um contrato com os gestores onde estão definidas as recompensas pagas pelo proprietário (acionista) de modo a privilegiar o primeiro pela prestação e eficiência dos seus serviços na gestão da empresa (Fama & Jensen, 1983).

Nesse contexto, a Teoria da Agência visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controlo de capital, o que origina as assimetrias de informação, os riscos e outros problemas pertinentes na relação proprietário/gestor (Jensen & Meckling, 1976).

Fama (1980) traz para a análise a teoria do portfólio e a diversificação do risco enquanto fatores que acentuam a separação entre acionistas e gestores, na medida em que o portfólio de um investidor deve ser diversificado e ter potencial, isto é possuir ações de várias empresas para que nunca esteja dependente de uma sociedade, e consiga diversificar o risco. Em contrapartida, isto leva a que um acionista nestas circunstâncias nunca esteja totalmente bem informado de todas as atividades das empresas nas quais possui participações.

De acordo com Weston e Brigham (2004), os principais conflitos de agência ocorrem entre os acionistas e os administradores, e acionistas e credores. Entre acionistas e administradores ocorrem na medida em que os interesses dos administradores devem atender aos interesses dos acionistas, no entanto muitas das vezes isso não ocorre e resulta num conflito de interesses entre eles. Com o intuito de motivar os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos acionistas, existem alguns mecanismos como, a ameaça de despedimento e a compensação dos administradores. Os conflitos de agência entre os acionistas e os credores surgem quando os credores emprestam recursos à empresa com taxas baseadas no risco dos ativos existentes na empresa, de acordo com as expectativas referentes ao risco de futuras adições de ativos, na estrutura de capital da empresa (quantia de financiamento da dívida que ela utiliza) e das expectativas referentes às mudanças da estrutura de capital. Neste caso, o conflito de agência ocorre quando, por exemplo, os acionistas, juntamente com administradores, assumem novos investimentos de risco muito maior do que o antecipado pelos credores, fazendo com que o valor da dívida a pagar caia. Se investimentos forem bem sucedidos, os benefícios irão todos para os acionistas porque os credores obtêm apenas retorno fixo. Caso os investimentos não resultem, os detentores dos bónus terão de partilhar as perdas.

Em Portugal os custos de agência revestem-se de importância dado que o mercado acionista nacional é sobretudo formado por empresas de pequena e média dimensão, com elevada concentração de capital, isto é, no qual a propriedade e a gestão tendem a estar sobrepostas (Carvalho, 2017).

Além disso, o problema de agência é algo que deve ser sempre tido em conta na análise do *governance*, pois está sempre presente. Sendo o detentor da propriedade e o gestor da mesma, personalidades diferentes, existirão sempre interesses intrínsecos a cada um que poderão não se corresponder e daí a inevitável presença do problema de agência na análise do *governance*. Os problemas de agência derivam quer dos custos de fiscalização de administradores não executivos, dos custos de ligação ao administrador, das perdas residuais, dos custos entre stakeholders e gestores ou, ainda, dos custos entre acionistas majoritários e minoritários (Carvalho, 2017)

2.2. Corporate Governance

O conceito de *corporate governance* não reúne consenso quanto à sua definição, variando de acordo com as diferentes perspectivas dos autores (Santos, 2013).

O TUAC (Trade Union Advisory Committee) (2004) refere que em 1999 a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 1999), define a *corporate governance* como o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura da *corporate governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de atingi-los e monitorizar a sua performance.

De acordo com Mathiesen (2002), a *corporate governance* é uma área da economia que investiga a forma de garantir a gestão eficiente das empresas, utilizando mecanismos de incentivo como os contratos, os padrões organizacionais e a legislação. O que frequentemente se limita à questão da melhoria do desempenho financeiro, como, por exemplo, a forma como os proprietários das empresas podem motivar os gestores das empresas a apresentarem uma taxa de retorno competitiva.

Existem quatro sistemas de Corporate Governance: Anglo-saxónico, Continental, Latino e Japonês. No entanto os sistemas principais são o Anglo-saxónico e o Continental (Germânico) (Rodrigues, 2012).

O Anglo-saxónico é um sistema centrado no mercado de capitais. Caracteriza-se pela dispersão de capital e delegação da gestão. O seu valor central reside, na criação de riqueza para os acionistas. Uma das formas mais utilizadas para alinhar os interesses entre acionistas e gestores é através de sistemas de remuneração variável, nos quais existe uma componente da compensação do gestor que está dependente da performance da empresa. Há neste sistema, uma ampla divulgação da informação ao mercado de capitais, sendo esta alvo de auditoria externa. O Conselho de Administração estrutura-se pela existência de administradores executivos e não executivos (Pereira, 2013).

O sistema Continental caracteriza-se por uma maior centralização nos bancos. Existe uma menor proteção dos investidores, e os principais acionistas exercem um elevado

controlo sobre os gestores e as remunerações tendem a ser fixas. A administração estrutura-se em torno de um modelo dualista no qual existem dois órgãos responsáveis pela administração da empresa ou de um modelo monista, quando há apenas um órgão na administração da empresa. O primeiro é praticado em países como a Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça. O Monista vigora em Portugal, Espanha, Itália e França (Pererira, 2013).

A questão do *corporate governance* – Governo das Sociedades, tem sido alvo da preocupação científica a partir da década de 80 devido à ocorrência de escândalos financeiros ligados a grandes empresas nos EUA e com repercussões também na Europa.

Foi com a ocorrência destes escândalos que se acentuaram as preocupações com este tema. São exemplos os casos da Texaco (1987), Guinness (1987), Barlow Clowes Internayntional Ltd. (1988), Bank of Credit and Commerce International (1991), Robert Maxwel (1991), Enron (2001), Vivendi (2002), Ahold (2003), WorldCom (2002) e Parmalat (2003). Estes casos evidenciaram debilidades no sistema de *corporate governance* em prática na altura. Em 1992, foi emitido um código de boas práticas no Reino Unido, designado de *Cadburyreport*. Este documento teve o objetivo de introduzir um maior rigor e transparência nas informações financeiras das sociedades cotadas e recuperar a confiança dos investidores. Este relatório abrange também o Código de boa conduta do Reino Unido que se divide em quatro secções: deveres do conselho de administração; deveres dos administradores não executivos; os deveres dos administradores executivos e sua remuneração; e divulgação e controlo de informação financeira (Rodrigues, 2012). Uma das mais importantes recomendações do *cadbury report* foi a inclusão de administradores não executivos.

Este código foi sofrendo alterações com a introdução de novas diretivas (Greenbury em 1995 & Hampel em 1998) associadas à estrutura do conselho de administração, às responsabilidades dos membros do mesmo, e à importância de gestores independentes.

Em 2003 surge o relatório de Higgs que apresentou novas recomendações sobre o papel dos administradores não executivos e a diversidade na administração.

Nos EUA foi aprovado o Sabarnes-Oxley Act em agosto de 2002. Trata-se de uma lei que impõe um conjunto mudanças cujo objetivo foi o de garantir e potenciar uma maior transparência.

Em Portugal esta preocupação materializa-se com a criação da CMVM em 1991, que emite um conjunto de recomendações e regulamentos a serem cumpridos pelas empresas. Esta instituição tem a função de supervisionar e regular os mercados financeiros. Neste

sentido as empresas estão obrigadas a divulgar de que forma cumprem as recomendações emitidas por esta entidade. Não existem sistemas de governo das sociedades obrigatórios em Portugal (Silva; Vitorino; Alves; Cunha, & Monteiro; 2006).

A emissão de relatórios por parte destas entidades e a literatura potenciaram a análise da relação entre a *corporate governance* e a performance.

De uma forma geral a literatura existente pode segmentar-se em duas grandes vertentes: a que tenta explicar o desempenho das empresas pelas práticas da gestão e a que explica a performance através das características do conselho de administração, designadamente a dimensão, a diversidade de género e étnica, a presença de administradores não executivos, a presença de acionistas institucionais, entre outras. No entanto, as abordagens mais completas incluem variáveis de ambas as vertentes para explicar o desempenho de uma empresa.

A *corporate governance* está intimamente ligada ao desempenho das empresas, pela assunção de que, se esta for adequada, tal resultará num bom desempenho por parte da organização.

2.3. Governo das Sociedades em Portugal

Em Portugal vigoravam, até 2005, apenas dois sistemas de governo das sociedades, o Latino (monista), e o Continental (dualista) (Santos, 2009).

O modelo Latino está organizado em três órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único. O Conselho de Administração é constituído por diretores executivos e não executivos e os membros do Conselho Fiscal são maioritariamente independentes. Caracteriza-se pela existência de um único órgão de administração da empresa, não havendo uma separação entre a gestão e as decisões de administração estratégica, ou seja, há a unificação no mesmo órgão da monitorização e gestão. Existe um comité só com administradores executivos dentro do conselho de administração. Os administradores executivos são nomeados pelo Conselho de Administração, sendo que por sua vez, compete à Assembleia Geral a eleição de todos os membros desse Conselho. O Conselho de Administração deve supervisionar e controlar a Comissão Executiva (Pereira, 2013).

O Sistema Continental é constituído por quatro órgãos: Assembleia Geral, Conselho Geral e de Supervisão, Conselho de Administração Executivo e Revisor Oficial de Contas. Contem dois órgãos na administração: o Conselho de Supervisão e um Conselho de Gestão (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006). O Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral e os mesmos podem ser ou não acionistas. O Conselho Geral e de Supervisão deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos através da avaliação do desempenho dos membros do Conselho Executivo. O Conselho Executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho Geral ou pela Assembleia Geral. Todavia, há neste modelo uma maior separação entre a gestão e os detentores do capital, porque os membros dos órgãos de gestão (conselho executivo) não são diretamente nomeados pela Assembleia Geral.

Note-se a existência de uma comissão para as questões financeiras representada pelo Revisor Oficial de Contas que visa controlar internamente e gerir o risco na empresa, fiscalizar a informação financeira, as práticas contabilísticas, a revisão oficial de contas e auditar a sociedade (Pereira, 2013).

Com o intuito de permitir maior flexibilidade na escolha do modelo de governação, permitindo que as empresas adotem um modelo mais ajustado ao seu contexto, a CMVM,

em janeiro de 2006, introduziu mais um modelo de governação: o modelo Anglo-Saxónico: “Na sequência daquela alteração legislativa, a administração e a fiscalização das sociedades passaram a poder ser estruturadas segundo uma de três modalidades: i) Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Revisor Oficial de Contas (Modelo Latino); ii) Conselho de Administração, compreendendo uma Comissão de Auditoria e um Revisor Oficial de Contas (Modelo Anglo-Saxónico); iii) Conselho Geral e de Supervisão (incluindo uma Comissão para as Matérias Financeiras), Conselho de Administração Executivo, e um Revisor Oficial de Contas (Modelo Continental ou novo Modelo Dualista). As empresas têm de optar por um destes modelos” (CMVM, 2007, s/p).

Assim em Portugal o Código das Sociedades Comerciais admite a existência de três modelos de governação. (CMVM, 2007) As sociedades devem escolher um deles.

O modelo anglo-saxónico é integrado pela Assembleia Geral e pelo Conselho de Administração onde existe uma Comissão de Auditoria composta pelos administradores não executivos. Esta comissão e o Revisor Oficial de Contas tratam da fiscalização da sociedade (Franco & Viçoso, 2011). No âmbito deste modelo, a CMVM obriga a que o Conselho de Administração seja composto, no mínimo, por cinco membros, três dos quais não exercem funções executivas, fazendo parte da Comissão de Auditoria. Pelo menos um dos administradores do Conselho de Administração tem que ser independente (Pereira, 2013).

No que toca ao número de membros independentes nos Conselhos de Administração, a CMVM não estabelece um número ideal, mas recomenda que nunca pode ser menor que um quarto do número total de administradores. (CMVM, 2007)

O modelo anglo-saxónico passou a ser o sistema mais usado nas empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, evidenciando que a maioria das empresas cotadas em Portugal é controlada por famílias (Tierno, 2014). O conselho de supervisão não é independente, pois a fiscalização da atuação do Conselho de Administração é realizada pelo próprio órgão (Fernandes, 2005).

Desde 1999 que a CMVM foi emitindo e aprovando novas normas e regulamentos para contribuir para a eficiência das empresas, pelo que estas devem produzir um relatório anual onde apresentam: o órgão de administração, a sua composição e responsabilidades. De igual modo, devem estar publicados os poderes do conselho de administração e a rotação dos seus membros. As empresas devem também indicar a regra usada para avaliar a independência dos seus membros e quais os seus critérios de base, assim como, de que forma são nomeados os administradores não executivos (CMVM, 1991)

A partir da data de emissão deste regulamento pela CMVM em 1999, as empresas também passam a ter de obedecer à regra de *comply or explain*. De acordo com estas regras as empresas que não cumprirem as recomendações da CMVM devem explicar porque não o fazem (Pereira, 2013).

Existem características do conselho de administração que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* pelas empresas, nomeadamente o número de administradores independentes e o valor das ações. De acordo com Carvalho (2017), um valor de ações elevado aumenta a probabilidade de ser adotado o modelo Anglo-saxónico, modelo mais propenso à existência de remunerações variáveis e onde, os custos de agência têm maior probabilidade de ocorrer (Carvalho, 2017).

2.4. Membros do Conselho de Administração

Os Conselhos de Administração têm à sua responsabilidade a gestão das empresas. O papel dos acionistas consiste em nomear os administradores e de se certificarem que estão a contribuir dessa forma para uma gestão adequada. Os Conselhos de Administração são compostos por dois tipos de diretores, os executivos e não executivos. As responsabilidades dos diretores executivos incluem, a definição de objetivos estratégicos da empresa, fornecendo a liderança para colocá-los em prática, fiscalizar a gestão dos negócios e fornecer os relatórios aos acionistas (Pass, 2004).

Os não executivos são nomeados em regime de *part-time* e frequentemente não se dedicam a uma empresa a tempo inteiro. Quando necessário atuam como presidente da empresa e participam em várias comissões importantes, como a comissão de nomeações, de remunerações, e conselho fiscal. São vistos como um mecanismo de boa governação empresarial, e devem atuar de forma independente na gestão dos interesses entre os diretores executivos e os acionistas, isto é, ao monitorizar as ações executivas e questionar as decisões, garantem que a empresa cumpre as regulamentações legais de modo transparente e conferem credibilidade, em função dos interesses dos acionistas, bem como de outros *stakeholders* (Martins, 2010).

Baghat e Bolton (2008) analisam o relatório de Cadbury que distingue o papel de executivos e não executivos: "embora seja o conselho como um todo, que é a autoridade final, administradores executivos e não executivos são suscetíveis de contribuir de diferentes maneiras para o seu trabalho" (Cadbury, 1992, p. 19). Para os autores Baghat e Bolton (2008), os administradores não executivos têm duas contribuições particularmente importantes a fazer no processo de governação, que são consequência da sua independência e da responsabilidade executiva:

- Analisar o desempenho do conselho de administração. Se o presidente é também o chefe do executivo, os membros do conselho devem olhar para um não-executivo como um diretor sénior, como o vice-presidente, ou a pessoa a quem devem dirigir qualquer preocupação com a empresa.

- Assumir a liderança, quando surgem potenciais conflitos de interesse. Um importante aspeto de uma *corporate governance* eficaz é o reconhecimento de que os interesses específicos da gestão executiva e interesses mais amplos da empresa, por vezes,

divergem, gerando conflitos de interesse. Os administradores não executivos cujos interesses são menos afetados pelas políticas da empresa estão bem posicionados para ajudar a resolver esse tipo de situações.

No âmbito da sua independência, o administrador não executivo pode definir-se como alguém que não pertence no presente, nem executou funções anteriormente na empresa, nem detém qualquer ação e cuja ligação formal com esta se resume apenas aos deveres como diretor (Rosenstein & Wyatt, 1990).

Segundo Sousa (2011, p. 14), presidente da direção do Instituto Português de *Corporate Governance*, não são independentes:

“a) Os membros do órgão de administração que pertençam ao órgão de administração de sociedade que sobre aquela exerça domínio;

b) Os membros do órgão de administração que sejam titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio;

c) Os membros do órgão de administração que exerçam funções de administração ou tenham um vínculo contratual com empresa concorrente;

d) Os membros do órgão de administração que auferam qualquer remuneração da sociedade, ou de outras sociedades que com aquela estejam em relação de domínio ou de grupo, exceto a retribuição pelo exercício das funções de administração;

e) Os membros do órgão de administração que tenham uma relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade em relação de domínio ou de grupo, quer diretamente quer por interposta pessoa;

f) Os membros do órgão de administração que sejam cônjuges, parentes e afins em linha reta até ao terceiro grau, inclusive, das pessoas referidas nas alíneas anteriores.”

Sousa (2011) enumera algumas funções que estão associadas aos administradores não executivos como, participar nas reuniões do Conselho de Administração, apreciar e deliberar as matérias que são sujeitas ao plano do Conselho de Administração, a monitorização geral da atuação dos administradores executivos e prestar caução.

Assim o que se espera de um administrador não executivo é que traga valor acrescentado à empresa, que desafie a gestão, partilhe conhecimento e experiência nas discussões, conheça o negócio da empresa, estude os dossiês em que o pleno do conselho é chamado a deliberar, que questione ativamente a gestão executiva sobre os objetivos a alcançar, fiscalize ativamente a atuação dos executivos e analise os riscos envolvidos (Sousa, 2011).

Vários autores (Rosenstein & Wyatt, 1990, Pass, 2004; Mura, 2007; Pereira, 2013) corroboram desta perspectiva enunciada pelo presidente do instituto português da *corporate governance* em 2011, admitindo a importância dos administradores não executivos.

Além dos enunciados Clarke (1998), adota esta perspectiva ao defender que os diretores não executivos ampliam a visão estratégica do conselho e conseqüentemente ampliam a visão da empresa. Testemunha Clarke (1998) que tendo passado toda a sua vida de trabalho numa empresa, está muito consciente da importância de incentivar o pensamento estratégico fora do quadro de administradores internos.

A presença de administradores não executivos no conselho de administração tem sido vista como um sinal de integridade e credibilidade das empresas, devido à sua condição de fazer julgamentos independentes e salvaguardar o interesse dos investidores e restantes intervenientes (Clarke, 1998).

Os administradores independentes garantem que os conselhos estão atentos aos interesses da empresa. Eles estão bem colocados para ajudar na resolução de potenciais conflitos entre os interesses dos executivos e dos acionistas, por exemplo, sobre questões como a remuneração dos administradores (Nguyen & Nielsen, 2010).

2.5. Características do Conselho de Administração

No que diz respeito aos conselhos de administração, a literatura dedica-se tendencialmente a duas temáticas (Aldrighi, Postali & Kayo, 2016). Uma delas remete para o modo como se estrutura o conselho de administração, designadamente, a sua dimensão, a composição de administradores internos e externos, assim como a acumulação de funções de administrador executivo e presidente. Por diretores externos entenda-se, membros do conselho de administração que são independentes da direção (Martins, 2010). A outra refere-se ao impacto das ações e decisões do conselho de administração na performance das empresas (Aldrighi *et al.*, 2016). Dado que essas ações e decisões não são diretamente observáveis, os estudos existentes acerca do *Corporate Governance* em Portugal e mesmo a nível internacional têm deslocado a sua atenção para as características da estrutura dos Conselhos de Administração. Acontece que tendem a testar a influência de duas ou três características na performance das empresas, designadamente, a influência da dimensão do conselho e a independência, veja-se Yermack (1995), Guest (2009), Nguyen e Nielsen (2010).

No entanto de forma menos frequente destacam-se outras características relevantes como, a diversidade de género, a remuneração variável, a formação académica dos gestores, e a concentração acionista, as quais serão analisadas adiante.

Vários autores (Merck, Shleifer & Vishny, 1988; Hermalin & Weisbach, 1991; Langa & Stulz, 1994) utilizam um conjunto de variáveis exógenas para explicar, com recurso a regressões lineares, a performance das empresas. Uma *proxy* correntemente utilizada é o Q de Tobin, o qual mede o rácio do valor da empresa no mercado dividido pelo custo de substituição dos ativos. Estes modelos já se encontram bastante evoluídos, pelo que atualmente já incluem um conjunto alargado de variáveis de controlo, nomeadamente, a dimensão da empresa, o respetivo setor de atividade, bem como a performance passada da empresa. Merck, Shleifer e Vishny (1988), Hermalin e Weisbach (1991) e Langa e Stulz (1994) são exemplos de autores que recorreram a este tipo de abordagem.

Adams e Ferreira (2009), referem que as características dos administradores podem trazer benefícios e custos para as empresas e esse equilíbrio entre estes custos e benefícios variam de empresa para empresa. Na mesma linha de pensamento, Anderson, Reeb, Upadhyay e Zhao (2009) ao analisarem o impacto da heterogeneidade das características dos administradores no desempenho da empresa, tendo em conta educação, experiência, profissão, sexo, etnia, e raça, concluíram que o impacto da diversidade sobre o desempenho

varia de acordo com as características da empresa. Os autores defendem que a diversidade tem um efeito benéfico em empresas mais complexas.

Um dos principais trabalhos de referência a nível internacional é o de Baghat e Bolton (2008) que realçam na sua análise que os resultados evidenciados por estudos anteriores utilizam informação sobre os direitos dos acionistas, bem como sobre a política de remunerações dos administradores para explicar a performance das empresas.

2.5.1 - A dimensão do conselho e a performance da empresa:

A questão da dimensão do Conselho de Administração tem-se revelado uma variável importante no estudo da *corporate governance*. As investigações têm produzido resultados pouco consistentes, isto é, tanto identificam uma relação positiva como negativa com a performance. Alguns estudos (Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998) focam-se nas vantagens dos conselhos de pequena dimensão associadas à baixa probabilidade de desentendimento, falta de coesão e desmotivação individual, e concluem que quanto mais membros constituem o conselho de administração menor a performance da empresa. De encontro a estes resultados Cunha e Martins (2007) verificam uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e a performance.

Nestas abordagens (Yermack, 1996; Eisenberg *et. al.*, 1998, Cunha & Martins, 2007) a relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e a rentabilidade de ações (medida de performance utilizada) é mais forte para as empresas que têm maiores conselhos de administração. Estes resultados estão associados a problemas de comunicação e poder de decisão, custos de coordenação e comportamento de *free rider*, caraterísticos de conselhos de administração muito grandes (Guest, 2009). Existem ainda os problemas de endogeneidade face às caraterísticas específicas de cada empresa, que faz com que existam diferentes níveis de impacto na performance, nomeadamente no caso da dimensão do conselho de administração. O seu impacto difere de acordo com as caraterísticas específicas das empresas mas também com as características institucionais de cada país.

A dimensão de um conselho eficiente depende da performance dos colaboradores, no entanto a literatura (Guest, 2009) evidencia que para todas as medidas usadas na medição da performance das empresas, como, rentabilidade operacional ou rentabilidade das ações, recomendam sempre menos de 10 membros no conselho. Alguns autores também

encontraram uma relação entre a dimensão do conselho e o desempenho caracterizada por uma função representada por um U invertido (Guest, 2009).

A maioria dos estudos empíricos (Eisenberg, *et al.* 1998, Matias, 2016) nos EUA também documentou uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a performance. Noutros países como, o Reino Unido, Canadá, Suíça, e Malásia, os resultados são consistentes mas menos robustos. Vários estudos tentam controlar os efeitos das características específicas das empresas com recurso a metodologias técnicas e os resultados sugerem a causalidade da dimensão do conselho e a performance (Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998; Postma, Hans van Ees & Sterken, 2003; Adams & Mehran, 2005; de Andres, Azofra, & Lopez, 2005; Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann 2006; Bennedsen, Kongsted & Nielsen., 2008).

Conclui-se que, de acordo com os resultados obtidos relativamente à dimensão do conselho, este tem uma influência mais negativa na performance de grandes empresas do que nas pequenas empresas. As evidências sugerem ainda que grandes empresas podem conseguir melhorias mais significativas nos resultados se reduzirem a dimensão do conselho.

Existe a ideia de que o valor da empresa depende da qualidade de monitorização e tomada de decisão pelos diretores do conselho. Alguns estudos (Cunha & Martins, 2007; Mura, 2007) sugerem uma relação positiva entre o desempenho das empresas e a presença de administradores externos especialistas. O facto de serem externos, faz com que dificilmente estejam em conselhos de administração de pequena dimensão, pelo que a dimensão do conselho aparece negativamente correlacionada com a fração de administradores que são internos à empresa ou que têm conflitos de interesse, quando se trata de familiares dos acionistas da empresa ou aqueles que beneficiam de laços de negócios pessoais com a empresa, pois faz com que estes ganhem um estatuto difuso na empresa (Yermack, 1995). Neste sentido os conselhos pequenos são mais prováveis de ter como CEO um fundador da empresa ou pertencem à família que a fundou, uma qualidade que Johnson *et al.* (1985) encontrou estar associada a um menor valor da empresa. Contudo, os administradores dos conselhos mais pequenos tendem a ter maiores níveis de participação no capital e são mais capazes de adotar políticas que beneficiem os acionistas.

Outra questão associada à performance da empresa ser maior quando os conselhos de administração são mais pequenos deve-se a taxas mais baixas de *turnover* de administradores do que outros, provavelmente devido à melhor performance das empresas com conselhos mais pequenos (Yermack, 1995). Os conselhos pequenos operam de modo

mais efetivo, mas a dimensão do conselho pode estar associada com outras características das empresas que afetam o valor da empresa.

A fraca performance está associada com altos níveis de nomeações e saídas. Aqui os efeitos são semelhantes, pois sugerem que mais diretores são substituídos quando as empresas têm fraca performance, mas a dimensão total do conselho não se altera. Pode concluir-se que esta evidência suporta a interpretação de que o tamanho precedente do conselho influencia o valor atual da empresa (relação desfasada) (Yermack, 1995). Ao invés de a performance anterior influenciar as escolhas atuais face à dimensão do conselho. Além dessas evidências sobre a performance de pequenos conselhos se refletir nos padrões da performance atual da empresa, a rotação do CEO, a compensação de executivos, assim como a reação dos acionistas às mudanças da dimensão do conselho também podem ser fatores explicativos.

Yermack (1995) interpreta esta questão de acordo com a perspectiva de que os conselhos pequenos tendem a despedir os CEO's com mais facilidade por fraco desempenho, e que essa ameaça de despedimento diminui à medida que o conselho aumenta. Os incentivos ao despedimento do CEO diminuem com o aumento da dimensão do conselho.

No sentido oposto alguns autores concluem que, independentemente da proporção de administradores não executivos, os conselhos de administração de maior dimensão evidenciam uma melhor performance das suas empresas (Rodrigues, 2012).

Os estudos (Rodrigues, 2012; Campos, 2015; Dias, 2016; Matias, 2016) mais recentes que se focaram em Portugal vão de encontro a esta premissa, pois têm encontrado uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e a performance das empresas.

De acordo com esta abordagem, a vantagem de um conselho de grande dimensão é a quantidade de informação coletiva que o conselho processa e que leva a uma maior performance (Rodrigues, 2012; Campos, 2015; Dias, 2016; Matias, 2016).

2.5.2. A independência no conselho de administração e a performance:

A questão da independência tem sido central na literatura existente em Portugal (Rodrigues, 2012), sendo compreendida como uma das características fundamentais de um bom sistema de *Corporate Governance* e grande parte dos estudos encontram uma relação positiva com a performance (Rodrigues, 2012). No entanto, em Portugal, os estudos indicam

que a presença de administradores não executivos no Conselho de Administração não atua como um mecanismo disciplinador da conduta dos gestores (Nascimento, 2007).

Esta variável continua a ser alvo de controvérsia. Utilizando as sociedades cotadas na amostra da sua investigação, Campos (2015) encontra significância estatística entre a independência do conselho e a performance das mesmas. Em contrapartida, Matias (2016) não encontra uma relação positiva entre as mesmas variáveis. Cunha e Martins (2007) verificam que as empresas cotadas com maiores níveis de independência do conselho de administração obtêm uma performance mais baixa. No seu estudo, Pereira (2013) conclui que existe um número ideal de administradores independentes com impacto na performance, pois utilizando o Q de Tobin como medida de performance, verifica que nas empresas com uma percentagem de membros independentes no conselho de administração inferior a 40%, a relação é positiva, e que a partir desse valor, dá-se uma inversão, ou seja, a relação entre a percentagem de membros independentes e a performance é negativa (Pereira, 2013).

No âmbito internacional a visão dominante sobre esta questão assenta na perspetiva de que os diretores independentes são benéficos sobretudo para os acionistas. Esta visão é enfatizada por uma abundância de diretrizes internacionais no âmbito do *corporate governance* e em iniciativas regulatórias que surgiram na sequência dos escândalos corporativos de anos recentes. A ênfase no valor da independência e o trabalho académico e profissional refletem a noção de que os diretores independentes são melhores a monitorizar o conselho de administração, porque eles não estão, ou estão menos, sujeitos a problemas da agência. No entanto, o efeito potencialmente benéfico da presença de diretores independentes no conselho pode ser ofuscado por um histórico pobre de desempenho das empresas. Pelo que, empiricamente é difícil identificar uma relação de causalidade entre a composição do conselho e performance ou valor da empresa. Uma segunda potencial explicação é que nem todos os diretores independentes são efetivos monitores da administração (Nguyen & Nielsen, 2010).

Os diretores que também são executivos não desempenham um papel eficiente de monitorização. Os administradores não executivos, por outro lado, são delegados como supervisores e pressionados pelos acionistas para exercerem a supervisão da forma como a gestão utiliza os recursos da empresa (Mura, 2007). Apesar de nos anos mais recentes os reguladores terem enfatizado a importância dos diretores não executivos nos conselhos das empresas, muitos investigadores têm questionado a efetividade dos administradores não executivos na monitorização, argumentando que eles, como os executivos estão motivados

para agir de acordo com o interesse dos acionistas, apenas se eles mesmo tiverem um investimento significativo na empresa (Morck, Shleifer & Vishny, 1988; Jensen, 1993).

Após alguns escândalos financeiros no início dos anos 90, a efetividade dos diretores não executivos enquanto monitores assumiu uma importância superior (Mura, 2007).

Os dados encontrados em várias investigações (Dahya *et al.*, 2002; Mura, 2007; Nguyen & Nielsen, 2010) sugerem que os regulamentos têm tido um efeito tanto na composição do conselho como na participação no capital que o mesmo tende a possuir, pelo que a proporção da representação de não executivos aumentou progressivamente (Nguyen & Nielsen, 2010). A detenção de ações por parte dos administradores é um mecanismo utilizado frequentemente para criar incentivos que alinhem os interesses dos administradores e acionistas (Mura, 2007).

Todavia, quando os administradores não executivos são acionistas e se tratam de investidores institucionais, é expectável que tenham portfólios bem diversificados, porque não trabalham em exclusividade numa empresa (Mura, 2007).

Nguyen e Nielsen (2010) reportam que no âmbito da sua análise, uma relação de causalidade entre a percentagem de participação dos administradores e a performance da empresa, e que diferentes categorias de investidores afetam o desempenho diferentemente. Os resultados obtidos pelos autores indicam que a proporção de não executivos no conselho tem um efeito significativo e positivo na performance das empresas. Por outro lado, quanto maior a concentração acionista, e em particular quando os investidores institucionais têm participações elevadas, a performance da empresa tende a ser inferiores. Portanto, os resultados sugerem que os diretores não executivos são monitores eficazes em relação aos acionistas, mesmo quando se trata de grandes proprietários (Mura, 2007).

Surge assim uma necessidade de investigar em separado a influência da detenção de participações por parte de executivos e não executivos no desempenho da empresa.

Fama e Jensen (1983) abordam essa preocupação sobre as próprias reputações, ou seja, as futuras carreiras poderem criar incentivos suficientes para fazer dos diretores externos efetivos monitores. Neste caso seria de se esperar uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a proporção de não executivos no conselho. Contudo, os administradores não executivos podem não dominar o conselho como é normal nos conselhos americanos. Os códigos de conduta recentemente emitidos começaram a encorajar o apoio de mais diretores não executivos. Especificamente o Cadbury (1992), requer que pelo menos três não executivos estejam no conselho; o relatório de Hampel refere que pelo menos 1/3 do conselho sejam não executivos; e mais recentemente o relatório de Higgs

(2003), refere que pelo menos 50% do conselho deve ser externo. Esses códigos de melhores práticas trabalham no cumprimento de explicações básicas. Isto é, apesar da adoção dessas recomendações não serem obrigatórias, o mercado de ações exige apenas que as empresas expliquem nos seus relatórios anuais quais as razões para o não cumprimento das recomendações. Desde a adoção dos códigos de boas práticas, o número de diretores externos tem aumentado constantemente, assim como a média da sua participação no capital das empresas (Dahya, *et. al.* , 2002).

Dahya, McConnell, e Travlos (2002) elaboram uma análise acerca do desempenho de empresas antes e após a adoção das recomendações do relatório de Cadbury, e concluem que existe um aumento significativo do volume de negócios após a adoção das recomendações. Também concluem que a rotação de gestores é mais sensível ao desempenho quando há mais administradores externos no conselho.

Stiglitz (1985) argumenta a este respeito que, os acionistas com maior participação estarão mais envolvidos na monitorização do conselho porque podem mais facilmente suportar os custos associados à recolha de informação, pelo que se espera que sejam mais ativos, na medida em que, têm mais para ganhar ou perder com o desempenho da empresa.

Estes argumentos sugerem que empresas em que uma grande proporção do capital está concentrado apenas em um acionista, tendem a ter um melhor desempenho. Por outro lado, um grande acionista pode procurar maximizar a sua própria riqueza, à custa de outros investidores (Shleifer & Vishny, 1997).

A literatura empírica (Matias, 2016) neste tema indica que os grandes acionistas não têm uma influencia significativa na performance. No entanto, é fundamental distinguir entre os diferentes tipos de acionistas, pois muitas vezes têm interesses diferentes. Pound (1988) propõe três hipóteses explicativas do efeito dos diferentes acionistas. A primeira é a hipótese da monitorização eficiente. Aplica-se sobretudo a investidores institucionais que tendem a ser monitores mais eficientes dados os seus recursos e conhecimentos. A segunda, é a hipótese do alinhamento estratégico na qual os investidores institucionais podem não monitorizar eficazmente por não considerarem rentável cooperar com gestores, ou optam por cooperar com os gestores para proteger outras relações de negócio. A terceira hipótese é a de conflito de interesses, que sugere que os grandes acionistas não têm impacto na performance das empresas.

Por fim, duas questões merecem destaque no âmbito desta temática. A primeira é a existência de uma ligação de causalidade entre o desempenho da empresa e duas características da empresa: a estrutura acionista e a composição do conselho de

administração. A segunda reside, nas práticas de *governance* que produzem melhor performance. O foco para responder a estas questões está no papel de monitorização dos diretores não executivos e grandes acionistas institucionais (Nguyen & Nielsen 2010).

Resumidamente, os resultados indicam que os diretores externos são efetivos monitores, mas que os grandes acionistas institucionais não o são. Estudos empíricos reportam resultados mistos na direção da causalidade e a força da relação entre estrutura de propriedade e performance. Uma possível explicação para essas inconsistências assentam nas diferentes opções metodológicas. Especificamente, nem todos os estudos tem controlado para o problema da endogeneidade do qual podem resultar inferências espúrias (Demsetz, 1983).

2.5.3. A concentração acionista

Quanto à concentração acionista, estamos perante uma variável particularmente relevante no panorama português, tendo em conta que esta é acentuada nas sociedades cotadas.

Com base na literatura, (Fama & Jensen, 1983; Shleifer & Vishny, 1986; Agrawal & Knoeber, 1996; Pedersen & Thomsen, 1999; Ødegaard & Bøhren, 2003), são encontrados vários resultados para a relação entre a concentração acionista e a performance das empresas. Um conjunto de autores encontra uma relação positiva entre a concentração acionista e performance, (Shleifer & Vishny, 1986; Agrawal & Knoeber, 1996; Ødegaard & Bøhren, 2003) e em sentido oposto alguns estudos (Fama & Jensen, 1983; Pedersen & Thomsen, 1999) evidenciam a existência de uma relação negativa entre estas variáveis.

De facto, a detenção de ações por parte dos administradores pode auxiliar a reduzir ou eliminar os custos de agência, isto é, titularidade e interesses de gestores estão alinhadas, e a performance das empresas melhora. (Agrawal & Mandelke, 1990).

A posse de ações por parte dos acionista pode ser estimulada pelas opções de compra enquanto forma de remuneração variável de acordo com o desempenho. Esta forma de remuneração remonta à década de 80 nos EUA, e a sua prática tem vindo a expandir-se cada vez mais a nível internacional. Surge tendo como principais beneficiários os administradores de empresas e profissionais altamente competentes e produtivos, mas mais tarde, passou a ser uma prática integrante do pacote de remunerações remuneratório dos restantes trabalhadores das empresas como forma de os envolver e interessar na maximização do valor

da empresa, havendo assim um alinhamento de interesses e consequente aumento da performance (Oliveira, 2016).

Demsetz e Lehn (1985) destacam que a concentração de investidores tem subjacentes fortes incentivos económicos para diminuir os conflitos de agência e maximizar o valor da empresa. Ainda que uma elevada concentração acionista se possa traduzir num maior nível de monitorização, estes grandes acionistas podem influenciar a empresa no sentido de alcançarem os seus próprios objetivos, que podem não condizer com a maximização da empresa, e, ou com o interesse dos acionistas minoritários.

Em países cujo principal modelo de *corporate governance* é o modelo anglo-saxónico como é o caso dos EUA e do Reino Unido, a propriedade tende a ser dispersa, o que tem implicações ao nível da falta de meios e motivação para resolver os problemas de agência (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1999). Face à assimetria de informação e desalinhamento de interesses entre acionistas e administradores, aumentam os problemas associados ao oportunismo (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

Já a concentração acionista potencia os incentivos para um maior envolvimento na gestão. Também se traduz num meio de influenciar os gestores, nomeadamente através de estratégias que tenham subjacente a ameaça de usar os seus direitos de votos concentrados para desvincular os administradores (David, Hitt & Liang, 2007). Os grandes acionistas podem assim estimular ou mesmo coagir a liderança da empresa para trabalhar de acordo com os seus interesses. Além disso ter um grande acionista pode ajudar as empresas em alturas de crise, pois esses proprietários às vezes optam por transferir recursos privados para a empresacaso esta se encontre em dificuldades (Heugens, van Essen & van Oosterhout, 2009).

Embora os grandes acionistas tenham o poder de induzir a administração a gerir a empresa de acordo com o seu interesse, esses interesses não têm necessariamente de convergir com os de acionistas minoritários. Grande parte da literatura acerca do *corporategovernance*, tende a concentrar-se nas consequências decorrentes da divergência de interesses entre administradores e acionistas (exemplo: Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976), no entanto, a partir do ano 2000, a literatura (Bae, Kang, & Kim, 2002 e Bertrand, Mehta & Mullainathan, 2002) concentra-se tendencialmente nas tentativas dos grandes acionistas em expropriar pequenos acionistas.

Ainda no âmbito da concentração acionista, a literatura (Anderson & Reeb, 2003; Maury, 2006; Miralles-Marcelo, Quirós, & Lisboa, 2014) é extensa na análise da concentração da propriedade nas famílias fundadoras, ou empresas familiares e indica que

as empresas familiares, portanto, com forte concentração acionista por parte da família fundadora, tendem a obter maiores níveis de performance. Uma justificação para este fenómeno reside no facto de que, a riqueza da família está intimamente ligada ao bem-estar da empresa, pelo que as famílias devem ter fortes incentivos para monitorizar a gestão e minimizar problemas associados aos comportamentos *freerider* inerentes a muitos e pequenos acionistas (Maury, 2006). Monitorizar implica um conhecimento sobre a tecnologia da empresa, e nesse sentido as famílias podem fornecer uma grande supervisão porque o seu longo mandato permite o avanço ao longo da curva de aprendizagem da empresa.

Se as famílias fundadoras disponibilizam vantagens competitivas para a empresa, espera-se que a performance nas empresas familiares seja superior às não familiares (Maury, 2006).

No contexto das empresas familiares, também Miralles-Marcelo, Quirós e Lisboa (2013) observaram a performance das empresas portuguesas, durante os anos 1999-2008. Os resultados demonstraram que as empresas familiares possuem uma performance superior às empresas não familiares, sobretudo as empresas de menor dimensão.

Independentemente de ser assumida uma postura ativa ou passiva, o controlo familiar está associado a performances mais elevadas, no entanto este fenómeno é detetado nas economias em que existe uma elevada proteção dos acionistas.

A literatura sugere que o controlo familiar reduz o problema da agência entre acionistas e administradores, mas dá origem a conflitos entre a família e os acionistas minoritários quando a proteção dos acionistas é baixa e o controlo é alto. As famílias fundadoras têm os incentivos e o poder para tomar as decisões que os beneficiem a eles mesmos, ainda que a performance da empresa possa ser prejudicada (Maury, 2006).

Deste modo, a propriedade familiar pode trazer vantagens competitivas, mas também podem levar à fraca performance.

As famílias também limitam muitas vezes a gestão executiva aos membros da família, transformando o conselho de administração num grupo de trabalho restrito que pode não ter talento capaz ou ser pouco qualificado, potencialmente levando a desvantagens competitivas em relação às empresas não familiares (Heugens, *et al.*, 2009).

De acordo Singell (1997), em pequenas empresas privadas, os fundadores exibem uma tendência para que outros membros da família entrem para o negócio, o que resulta em piores investimentos e menor rentabilidade.

Análises adicionais revelam que a relação entre explorações familiares e a performance das empresas não é linear e que quando os membros das famílias também são CEO's, a performance é melhor do que quando são CEOs externos (Maury, 2006). Nas empresas em que os diretores executivos têm maiores participações no capital, menor seria a necessidade de monitorização, na medida em que participações elevadas acabam por alinhar os interesses, refletindo-se em decisões mais eficientes e substituindo a necessidade de monitorização de independentes como um mecanismo do governance (Aldrighi, *et al.*, 2016). O que implicaria conselhos de administração mais pequenos e menos independentes.

2.5.4. A compensação e a performance da empresa

A remuneração variável é aqui analisada enquanto instrumento de motivação para maiores níveis de desempenho. Esta remuneração é vista como um instrumento de diminuição do problema da agência, na medida em que a criação de valor para o acionista se reflete em maiores rendimentos, aproximando-se desta forma os interesses de acionistas e gestores (Machado, 2015).

Nascimento (2007) no âmbito da sua investigação conclui que o fator preponderante para a determinação da remuneração não passa necessariamente pelo desempenho da empresa, mas sim pela sua dimensão.

Machado (2015) ao debruçar-se sobre a questão da remuneração dos administradores nas sociedades cotadas, conclui que a remuneração dos administradores não é influenciada pela performance da sociedade, sendo que os resultados indicam que o que tende a influenciar a remuneração é a dimensão da empresa.

Ao contrário das evidências encontradas por Murphy (1985) e Jensen e Murphy (1990), de que existe uma relação estatisticamente significativa entre o nível de remuneração e o desempenho, Mehran (1994) sugere que é a forma e não o nível de compensação que realmente motiva os gestores a aumentar o valor da empresa.

Os sistemas de compensação mais utilizados são em dinheiro (ao nível do salário) e bónus, através de opções de compra de ações e do pagamento em ações da empresa. A compensação baseada no desempenho, é a mais usada nas empresas com mais diretores externos (Mehran, 1994).

Nas empresas nas quais os administradores internos ou externos têm uma elevada percentagem de ações, os grandes acionistas tendem a usar menos compensação baseada na performance.

De acordo com Mehran (1994), nas empresas nas quais a compensação do CEO é sensível à performance, a rentabilidade dos acionistas tende a ser maior do que nas empresas onde esta relação não existe.

Uma forma de mitigar o conflito de interesses entre gestores e acionistas na gestão da organização reside em contratos de compensação. A pouca pesquisa sobre a forma como os gestores devem ser recompensados não permite extrapolar outras conclusões. Por exemplo, o tipo de indústria pode ser uma variável relevante na estrutura de compensação, dados que existem setores em que os resultados são necessariamente mais reduzidos e tal não depende do gestor (Mehran, 1994).

Existe um crescente corpo de evidências de que diretores externos são mais independentes da gestão de topo, e por isso melhoram a representatividade dos interesses dos acionistas do que os diretores internos, pelo que existe a hipótese de que nos conselhos dominados por externos a relevância da remuneração variável seja inferior. Pelo contrário, os conselhos dominados por diretores internos estão menos aptos para responder mais aos interesses dos acionistas, pelo que os conselhos irão usar mais a compensação baseada em ações quando estes possuem uma pequena fração da empresa ou quando eles não têm uma quantidade significativa de opções de compra de ações ou outros planos de compensação baseados em ações (Mehran, 1994).

Outra das principais conclusões dos estudos acerca desta temática (Mehran, 1994; Core, 1998; Fernandes, 2005) associadas à estrutura das compensações são que, as empresas com mais diretores não executivos têm uma maior percentagem de compensação dos executivos baseados na forma de ações.

Core, Holthausen, and Larcker, (1998) sugerem que os CEOs das empresas nas quais uma larga percentagem de ações está concentrada num número reduzido de acionistas têm menos compensação baseada em ações no seu pack de compensações. Adicionalmente, as empresas com mais diretores externos têm mais compensação baseada em ações. Apesar da relação entre compensação em ações e o tamanho da empresa não se ter apresentado estatisticamente significativa, conclui-se que a percentagem de compensação em salário e bónus é inversamente relacionada com o tamanho da empresa (Core, *et al.*, 1998).

Nascimento (2007) refere que nas empresas que não têm administradores não executivos parece existir uma relação mais forte, entre remuneração e retorno das ações da empresa, ainda que estatisticamente pouco significativa. A presença de grandes acionistas só é determinante na remuneração variável, enquanto a detenção de capital por parte dos administradores executivos é preponderante na determinação da remuneração total e da

componente variável. A percentagem de capital detida pelos administradores não executivos não parece influenciar a remuneração.

Os contratos que ligam a compensação dos executivos à rentabilidade das ações, reduzem o esforço e a perícia requerida pelos administradores não executivos. A vasta maioria dos não executivos recebem um salário fixo. Portanto, estes administradores raramente se tornam detentores de uma percentagem significativa das ações da empresa pelo exercício de eventuais opções de compra que recebam. A menos que uma componente substancial da remuneração de diretores não executivos esteja associada à performance da empresa. (por exemplo através das opções de compra), estes poderão não estar motivados o suficiente para monitorizar a equipa de gestão (Nascimento, 2007).

Outra questão associada à concentração acionista é que alguns investidores institucionais, não monitorizam adequadamente a equipa de gestão porque assumem outros negócios com a empresa, os quais pretendem manter, optando por não gerar conflitos com os administradores executivos.

2.5.5. A formação académica e a performance

No que toca à formação académica dos gestores a literatura é bastante limitada, destaca-se o trabalho de Ferreira (2010) que conclui apenas que uma formação na área das finanças pode não ser suficiente para que haja uma total compreensão das questões financeiras de uma empresa. Posteriormente, Cunha (2013) concluiu que não existe evidência de que a formação académica na área financeira tenha influência na performance. A grande questão que se levanta prende-se não só com os conhecimentos de gestão financeira mas com outras áreas relevantes, particularmente formação na área em que a empresa opera. Pode ser pertinente é perceber qual o tipo de formação mais adequado, isto é, se será preferível que na sua maioria, os administradores tenham formação na área da Economia/Gestão ou na área em que atua a empresa.

2.5.6. A diversidade de género e a performance

A questão do género nos conselhos de administração das empresas ganhou visibilidade, devido à falta de representatividade do sexo feminino nestes cargos. A existência de poucas mulheres nesse tipo de cargos é visível em Portugal, bem como em

outros países, embora se assista a um aumento da participação feminina no mercado de trabalho e em altos cargos (Silva, 2017).

Segundo dados da Comissão Europeia, em 2012, apenas 14% dos membros dos conselhos de administração das principais empresas europeias são mulheres, sendo que em Portugal são apenas 6%. Apesar de alguns países dentro da União Europeia terem concentrado esforços para introduzir legislação que pudesse trazer um equilíbrio entre os géneros nos conselhos de administração, existiram outros, que não se sensibilizaram para a problemática. Desta forma, a Comissão Europeia (CE) emite, em 2012, uma diretiva com o intuito de criar um consenso legislativo para o conjunto da União Europeia relativamente a este tema. A proposta da CE fixa um objetivo mínimo de 40% para membros não executivos do sexo menos representado nos conselhos de administração das empresas cotadas na Europa. Instituído como meta para este objetivo o ano de 2020, apesar de encurtar o prazo no caso das empresas públicas cotadas. Estas últimas deverão, até 2018, apresentar conselhos de administração compostos em 40% por indivíduos do sexo menos representado. E quanto aos membros não executivos, a CE prevê uma quota flexível, que se traduz na obrigação das empresas cotadas estabelecerem elas próprias objetivos individuais e de autorregulação ao nível da representatividade de ambos os sexos entre os administradores não executivos. Deverão, neste sentido, ser apresentados relatórios anuais sobre os progressos efetivos. As empresas que infringirem a diretiva, deverão enfrentar sanções adequadas e dissuasivas.

Pretende-se que as qualificações e o mérito constituam os principais critérios para ocupar um lugar no conselho de administração. Para a mesma qualificação deve ser dada preferência ao sexo menos representado.

Adicionalmente, surgem cada vez mais relatórios que traduzem relações positivas entre performance da empresa e a presença de mulheres nos conselhos (Cunha, 2013).

A presença de mulheres, de acordo com Adams e Ferreira (2009), em cargos de administração independentes leva a alterações no comportamento de todos os membros dos conselhos. No entanto, a ambiguidade dos resultados empíricos alcançados sugere uma incerteza de que a presença de mais ou menos mulheres como independentes no conselho de administração tenha um impacto significativo no desempenho da empresa. Os autores identificam que a participação de mulheres nos conselhos de administração se traduz em mais reuniões, pois as mulheres são mais participativas e fomentam maior estabilidade (Adams & Ferreira, 2009).

Carter, D'Souza, Simkins e Simpson (2010) investigam a relação entre o número de mulheres como administradoras nos conselhos mais importantes das empresas dos EUA e a

performance, mas não encontram uma relação estatisticamente robusta. A evidência empírica sugere a possibilidade de existir uma relação endógena entre o género e a performance, ou seja, outras variáveis estarão na origem dos resultados obtidos (Alm & Winberg, 2016)

Perante o facto da proporção de mulheres a chegar a posições de topo ainda ser muito pequena, alguns governos como o da Suíça e Noruega introduziram regulamentos para a composição do conselho de administração ao nível do género de empresas cotadas há já vários anos, com o objetivo de melhorar a igualdade de oportunidades (Smith, Smith, & Verner, 2006).

O efeito do género pode divergir de acordo com circunstâncias e realidade social de cada país, variando também em diferentes épocas temporais.

Não se encontram evidências de que haja um efeito negativo, apenas que as decisões que contemplam o compromisso de ter mulheres e minorias étnicas nos conselhos corporativos devem basear-se em critérios que não os de performance financeira futura, dado que não está comprovado o seu efeito positivo, pelo que as motivações associadas à contratação de mulheres devem ter por base a igualdade de oportunidades. Assim, de acordo com Carter, *et al.*,(2010), o fenómeno do género nos conselhos das empresas engloba pelo menos duas proposições significantes e interrelacionadas. A primeira sustenta que aquelas mulheres competentes, isto é com capital humano, redes externas, informações e outras características de importância para a corporação merecem oportunidades de integrar conselhos de administração. A segunda proposição sugere que a presença de mulheres no conselho resulta numa melhor gestão, e consequentemente numa melhor performance (Carter, *et al.*, 2010).

Porém, as implicações das investigações que analisam a relação entre mulheres nos conselhos e performance são difíceis de deduzir. Primeiro porque os resultados são mistos. Segundo, porque os métodos estatísticos, dados e datas de investigação variam bastante, pelo que se torna difícil comparar os resultados (Dias, 2016).

Cada mulher tem um capital humano diferente e conexões externas diferentes com o ambiente, pelo que se prevê que não tenham o mesmo efeito nas funções do conselho, e performance da organização (Smith *et al.*, 2006).

Ainda assim, existem trabalhos que mostram que a proporção de mulheres executivas nos conselhos de administração relaciona-se positivamente com a performance, mas uma grande parte do seu efeito é atribuído às mulheres gestoras com as melhores qualificações em termos de educação (Dias, 2016). À medida que se adicionam controlos que captam

outras características das mulheres, o efeito género deixa de ser estatisticamente relevante (Smith, *et al.*, 2006; Rose, 2007).

Importa ainda realçar que, existem outros estudos que indicam que diversidade em geral está associado a um maior nível de performance, não é somente a diversidade ao nível do género. O argumento subjacente é que um conselho heterogéneo comparado com um homogéneo é capaz de ter mais informação do mercado da empresa e a diversidade aumenta a criatividade e a inovação. Consequentemente, a diversidade na gestão pode também melhorar a imagem da empresa e desse modo ter efeitos positivos na performance e valor acionista, se a imagem positiva tiver efeitos positivos no comportamento dos consumidores (Smith, *et al.*, 2006).

A maioria dos estudos empíricos baseiam-se nos dados dos Estados Unidos, e a maioria inclui apenas grandes empresas.

No estudo de Carter, *et al.*, (2010), conclui-se que as empresas com pelo menos uma mulher como gestora de topo também têm uma maior fração de mulheres nas posições mais baixas e nos conselhos de direção. Existe ainda uma variação substancial da presença de mulheres gestoras nos conselhos de administração de acordo com o tipo de indústria. Algumas indústrias não tem mulheres na gestão de topo, enquanto outras indústrias têm mais mulheres nesses cargos, como serviços privados, retalho, hotéis ou restauração. Surge assim a ideia de que os CEOs homens, casados com esposas com maiores níveis de habilitações escolares, são supostamente mais aptos a ter uma visão menos tradicional das competências de mulheres e estando dispostos a contratar e aceitar mais facilmente uma mulher na sua empresa comparado com os CEOs casados com mulheres com habilitações académicas mais baixas.

Se fosse demonstrado de forma robusta que mais mulheres nos cargos executivos de topo ou nos conselhos de administração tem resultados positivos na performance, este seria um grande argumento para que houvessem mais mulheres nos conselhos (Smith, *et al.*, 2006).

2.6. A performance

A performance da empresa assume um papel central enquanto variável independente dos estudos do *corporate governance* (Mehran, 1995; Maury, 2006; Rose, 2007; Pereira, 2013; Tierno, 2014; Miralles-Marcelo et al., 2014; Smith et al., 2016.)

É sobre o objetivo de criar impacto positivo na performance que se processam as principais decisões de gestão das empresas, exceto quando existe um desfasamento de interesses e de poder na organização, podendo levar à desvalorização da performance da empresa em benefício próprio do indivíduo a quem foi entregue/deliberada a capacidade de gestão. (Carvalho, 2017).

Nesse contexto, os indicadores de performance têm como funções, avaliar se os objetivos definidos pelas empresas estão a ser alcançados e, conseqüentemente, mostrar se o planeamento estratégico adotado está a contribuir positivamente para os resultados definidos. Para tal, os indicadores de performance financeira são utilizados como parâmetros com o fim de verificar se as estratégias estão a ser aplicadas de forma eficaz, possibilitando a tomada de decisões com base em mais informação e com maior clareza (Lucena, Soares, Ribeiro & Dantas, 2017).

No âmbito das várias pesquisas empíricas, (Baghat e Bolton, 2008; Tierno, 2014; Miralles-Marcelo *et al.*, 2014; Smith et al., 2016), medir a performance é uma das decisões mais importantes nestes estudos, particularmente a escolha das medidas usadas para medir o desempenho organizacional. Regra geral, os estudos utilizam como principais variáveis representativas da performance, o Q de Tobin, a rentabilidade das ações, a rentabilidade do ativo, e a rentabilidade dos capitais próprios.

O Q de Tobin foi desenvolvido por James Tobin, em 1969. Calcula-se dividindo o valor de mercado empresa pelo valor de reposição dos seus ativos. Ou seja, o que o indicador pretende, é perceber se a empresa vale mais ou menos o custo de substituir o seu ativo. Se o rácio for entre 0 e 1 então o custo de substituir o ativo da empresa é maior do que aquilo que ela vale (mercado), a teoria defende que o Q de Tobin deve ser igual a 1, porque a empresa deve valer o mesmo que os seus ativos (Baghat e Bolton, 2008). No entanto, o cálculo do Q de Tobin foi durante vários anos um desafio, dada a complexidade do mesmo. Kee Chung e Stephen Pruitt, no artigo “*A simple approximation of Tobin’s q*” (1994), apresentam uma fórmula simplificada utilizando apenas dados contabilísticos. Esta aproximação é ainda

aperfeiçoada ao longo dos anos. Neste estudo é utilizado o método de cálculo ao qual recorreram Baghat e Bolton (2008).

A rentabilidade das ações corresponde ao valor que encontramos a partir da divisão do valor que a empresa recebe da venda das ações pelo valor investido inicialmente (Borba & Gil, 2007).

A rentabilidade do ativo, procura avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos ativos detidos pela empresa em termos de produção de resultados financeiros. Quanto maior o valor da rentabilidade do ativo, melhor será a performance da empresa na utilização dos seus ativos. O seu cálculo é efetuado pelo quociente entre o valor dos resultados líquidos obtidos pela empresa num determinado período e o valor do seu ativo líquido no final desse período (Borba & Gil, 2007).

Rentabilidade dos capitais próprios (ROE), mede a capacidade dos capitais próprios da empresa em gerar retorno financeiro. Dito de outra forma, a rentabilidade dos capitais próprios procura avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos investimentos dos detentores do capital da empresa em termos de produção de resultados financeiros. Assumindo que os capitais próprios da empresa representam a sua situação patrimonial líquida, isto é, o seu valor contabilístico, pode-se considerar a rentabilidade do capital próprio como sendo a rentabilidade da própria empresa (Lemos, Rodrigues & Ariza, 2009).

Quanto maior o valor da rentabilidade dos capitais próprios, melhor será a performance da empresa na utilização dos investimentos dos seus proprietários.

Para definir as medidas de performance a utilizar destaca-se o estudo de Baghat e Bolton (2008), pois estes autores recorrem a várias medidas representativas da performance das empresas e consideram as relações de simultaneidade com outras variáveis, tornando-se uma referência importante enquanto orientadora das medidas de performance a utilizar.

As medidas de performance usadas neste estudo correspondem ao Q de Tobin e à rentabilidade das ações, uma vez que as mesmas constituem a escolha da literatura mais relevante (Lang & Stulz, 1994; Mehran, 1995; Maury, 2006; Baghat e Bolton, 2008)

2.7. Discussão sobre o papel das características dos conselhos de administração na gestão de recursos humanos

Este estudo insere-se na temática da gestão dos recursos humanos na ótica da gestão do capital humano. Neste sentido, tem subjacente a preocupação de fomentar conteúdos que contribuam para servir os objetivos dos gestores de recursos humanos das grandes empresas da *Euronext* Lisboa que pretendam, através desta ferramenta, potenciar a performance das mesmas.

Cumprindo a intenção de reunir evidências acerca das características do conselho de administração que melhor permitem elevar a performance destas empresas espera-se que os gestores de recursos humanos possam selecionar o perfil do conselho de administração que melhor sirvam os interesses dos acionistas, isto é, se houverem evidências em linha com a literatura existente de que a presença de mulheres no conselho de administração influencia positivamente a performance, então haveriam incentivos para que na seleção dos recursos humanos esta variável fosse tida em atenção, assim como a dimensão do conselho, a proporção de administradores não executivos, a de independentes, a participação acionista de membros do conselho de administração, a concentração acionista e a formação na área de economia/gestão.

Pode dizer-se que desta forma, o presente estudo se poderá materializar num contributo para o desenvolvimento de novo conhecimento nas práticas de gestão de capital humano gerador de vantagem competitiva.

A gestão do capital humano e do conhecimento assume um papel cada vez mais importante nas organizações, nomeadamente a utilização do conhecimento juntamente com as tecnologias disponíveis são cada vez mais essenciais para o desenvolvimento sustentável das empresas, pelo que as pessoas se têm vindo a tornar progressivamente no ativo mais importante das empresas (Ferreira, 2014).

Existem várias práticas e políticas de gestão que fazem com que os Recursos Humanos constituam uma vantagem competitiva uma vez que se trata de um recurso raro, valioso e inimitável (Brito & Oliveira, 2016).

A literatura no âmbito da gestão estratégica de recursos humanos tem por base dois princípios. O primeiro remete para a importância estratégica dos recursos humanos, as suas competências, os comportamentos e inter-relações para a organização, e o segundo remete

para o papel das práticas de gestão de pessoas no desenvolvimento desses mesmos recursos (Brito & Oliveira, 2016).

Nesta ótica assume-se aqui o pressuposto de que ter em conta as características dos conselhos de administração que são fonte de maior vantagem competitiva nas organizações é uma iniciativa perfeitamente ajustada e que se insere no princípio da importância da estratégia de gestão, das competências das pessoas, comportamentos e inter-relações decorrentes para a organização, assim como pressupõe que, cada vez mais a criação de valor nas empresas assenta nos seus ativos intangíveis, nomeadamente a gestão eficiente e as capacidade e competências dos colaboradores (Ferreira, 2014).

A literatura dá-nos conta de quatro teorias acerca do desenvolvimento da performance das empresas no âmbito dos recursos humanos (Rezende, 2017). Estas perspectivas dividem-se entre aquelas que explicam a vantagem competitiva das organizações através dos fatores externos, como por exemplo, a estrutura dos mercados ou dos setor de atividade onde as empresas se inserem e as que a explicam com base nos fatores internos, designadamente, as características específicas de uma organização. As teorias explicativas são a Análise Estrutural da Indústria, a teoria dos Recursos Humanos e Competências, o Processo de Mercado e Capacidades Dinâmicas. A primeira perspectiva, Análise Estrutural da Indústria, remete para a obtenção de resultados económicos consistentemente superiores à média, ou seja, a vantagem competitiva ocorre devido à capacidade da organização criar valor a um custo menor que a concorrência (Rezende, 2017). Ao nível dos Recursos e Competências, a vantagem competitiva resulta da melhor combinação entre os vários recursos, financeiros, físicos e intangíveis, nos quais residem os recursos humanos. Já a terceira explicação teórica para a performance que reside nos Processos de Mercado, mais especificamente reside em tudo o que não pode ser imitado pelas empresas concorrentes, de carácter subjetivo e de difícil observação, como o acesso à informação, a capacidade de inovação e renovação da empresa. A quarta teoria explicativa são as Capacidades Dinâmicas, consiste nas consequências que o processo de decisão tem em termos de aquisição de competências, por exemplo ao nível da formação dos colaboradores, na medida em que a vantagem competitiva advém do confronto de competências detidas pelas empresas concorrentes em vez dos produtos e serviços por elas disponíveis (Rezende, 2017).

Esta última perspectiva vai de encontro à temática em causa neste trabalho, pois ao longo das últimas décadas foi possível observar uma série de alterações no funcionamento das empresas, porque os ativos intangíveis como o conhecimento tendem a substituir os ativos tangíveis, como o capital (Ferreira, 2014).

Esta conceção enquadra-se na ideia de que realmente as pessoas são o recurso mais importante de uma organização, e na importância que uma gestão estratégica eficiente destes recursos tem para o seu sucesso.

O conselho de administração é a principal ferramenta utilizada pelo *governance* (Santos & Aragaki, 2015), sendo por isso uma dimensão chave para o corpo científico trabalhar esta temática. Para o efeito irá proceder-se no seguinte capítulo a um conjunto de testes estatísticos que permitirão perceber se existem evidências de que os gestores de recursos humanos podem potenciar a performance das organizações tendo em linha de conta as características dos conselhos de administração no processo de recrutamento e seleção.

Vivemos num contexto em que o ativo mais relevante das organizações é o conhecimento, onde cada vez mais a criação de valor nas organizações depende de uma gestão eficiente das capacidades e competências dos seus colaboradores (Ferreira, 2014).

Atualmente a gestão pensa constantemente em novas fontes de vantagem competitiva e encontra na Gestão Estratégica de Recursos Humanos uma boa ferramenta para alcançar os seus objetivos de performance. Coloca assim as pessoas no centro da organização, motivando-as para a autonomia, criatividade, o talento, tendo em linha de conta as aspirações individuais e cooperativas, considera que são as pessoas que fazem as grandes empresas.

Capítulo III – Metodologia de Investigação

Este estudo tem como principal objetivo avaliar a influência de algumas das características do Governance na performance das sociedades cotadas na *Euronext* Lisboa. Como objetivos específicos propõe, observar de que forma a dimensão do conselho de administração influencia a performance das empresas; verificar de que modo a concentração acionista influencia a performance das empresas; identificar de que forma a participação acionista de administradores pode influenciar a performance das empresas; avaliar de que modo a proporção de diretores não executivos influencia o comportamento da performance das empresas; verificar de que forma o nível de independência do conselho de administração influencia a performance das empresas; observar o modo como a formação dos administradores nas áreas de economia/gestão influencia a performance das empresas; E avaliar de que forma o número de mulheres no conselho de administração influencia a performance das empresas.

A performance das 40 sociedades não financeiras cotadas será medida pela rentabilidade das ações e pelas variações do Q de Tobin. Estas duas apresentam-se como as medidas mais relevantes no estado da arte e corresponderem às mais usadas proxys de performance (Alves, 2011; Baghatl and Bolton, 2008). Opta-se por excluir as sociedades financeiras, tais como bancos, seguradoras e intermediários financeiros. As sociedades financeiras operam num contexto distinto, de forma que a informação para estas empresas, não é diretamente comparável com a das restantes. Este procedimento é consistente com a literatura existente (Cunha, 2007; Cohen, 2008; Bahgat & Bolton, 2008; Bøhren & Strøm, 2010; Campos, 2015; Matias, 2016).

Para se efetuar a análise proposta recorre-se ao método quantitativo exploratório e correlacional.

O método quantitativo mostra-se apropriado, dado que recorre à quantificação, tanto no âmbito da recolha de informações e do seu tratamento com recurso a técnicas estatísticas, desde as mais simples tais como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficientes de correlação e de regressão linear, sendo este último usado nesta pesquisa (Richardson, 2017). A perspetiva quantitativa será assim a mais adequada a este estudo, na medida em que se centra na análise de factos e fenómenos observáveis e na medição de

variáveis que podem ser comparadas e relacionadas no decurso do projeto de investigação (Coutinho, 2014).

De acordo com Richardson (2017) a vasta utilização deste método na condução das pesquisas deve-se ao facto de que o método quantitativo representa, em princípio, o objetivo de garantir que os resultados sejam precisos, de evitar distorções de análise e interpretação, permitindo, conseqüentemente, uma margem de segurança relativamente às inferências. Por norma é aplicado nos estudos descritivos, designadamente naqueles que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis, e nos que investigam a relação de causalidade entre fenómenos (Richardson, 2017).

A pesquisa, sob o ponto de vista dos seus objetivos é exploratória, na medida em que se parte para a revisão da literatura tendo como finalidade encontrar mais informações sobre o tema em estudo, permitindo a sua definição. Esta permite orientar a fixação dos objetivos e a construção das hipóteses ou até descobrir um novo tipo de enfoque para o tema em análise (Prodanov & Freitas, 2013).

O estudo exploratório adequa-se a um planeamento flexível, permitindo o estudo do tema sob vários ângulos e aspetos (Prodanov & Freitas, 2013).

Outra das vantagens associada ao estudo exploratório prende-se com o facto de proporcionar um maior conhecimento para quem pesquisa acerca do assunto, a fim de que se possam formular problemáticas mais concretas ou criar hipóteses que possam ser pesquisadas por estudos futuros (Gil, 1999).

O tipo de investigação que mais se adequa a dar resposta a perguntas acerca da relação entre variáveis é a correlacional (Salkind, 1999). A investigação correlacional utiliza um índice numérico designado de coeficiente de correlação como medida da força da relação entre variáveis (Salkind, 1999). No entanto, não nos permite concluir acerca das relações causais, isto é, o uso deste método implica recorrer ao mecanismo de variáveis de controlo, na medida em que o aumento de uma variável se refletir no aumento de outra não significa que o aumento da primeira explique o aumento da última, pelo que deve ser feito esse tipo de controlo.

O método correlacional adequa-se ao estudo em causa dado que a relação entre as variáveis é testada a partir de um método de verificação correlacional a partir dos quais o investigador constroi uma bateria de testes de significância estatística em que contempla as variáveis a estudar. Posteriormente, com a análise estatística dos dados será possível confirmar as hipóteses.

3.1. Técnica de recolha de informação

Para desenvolver esta análise, especificamente na recolha de informação recorre-se a duas bases de dados de empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, designadamente *Datastream*, a principal fonte de informação utilizada assim como, *Amadeus*, sobretudo para obtenção de informação de carácter qualitativo. Adicionalmente foi ainda retirada informação manualmente dos relatórios e contas das empresas, bem como dos respetivos relatórios sobre o governo das sociedades. Os dados recolhidos correspondem ao período de 2005 a 2015. Dado que a partir de 2005 as empresas cotadas passam a estar todas obrigadas a reportar os dados de acordo com as normas internacionais de relato financeiro. Até 2005 faziam-no de acordo com um normativo contabilístico nacional, pelo que desta forma não seriam dados comparáveis para operacionalizar estatisticamente.

Com a análise do conjunto das 40 empresas, foi possível verificar como estas organizam os seus conselhos de administração no que diz respeito ao nº de mulheres e homens, à dimensão do conselho, à formação dos membros em economia ou gestão, à participação no capital de pessoas internas à empresa e ao nº de administradores independentes e não executivos.

3.2. Amostra

A amostra deste estudo é constituída por 40 empresas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa e os dados disponíveis nas bases de dados *Datastream* e *Amadeus* emitidos entre o período de 2005 a 2015. Para a medida de performance representada pelas variações no Q de Tobin registam-se 331 observações, e para a rentabilidade das ações 353 observações. Este desfasamento de observações deve-se ao facto de que o Q de Tobin usa os ativos por impostos diferidos e esta informação não está disponível para algumas empresas. A seguinte tabela apresenta-nos as empresas que constituem a amostra:

Tabela 1 - Lista das sociedades não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa

1	Altri SGPS, S.A.
2	CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS S.A.
3	Cofina SGPS S.A.
4	Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.
5	Corticeira Amorim, SGPS, S.A.
6	CTT – Correios de Portugal S.A.
7	EDP- Energias de Portugal S.A.
8	Estoril-Sol, SGPS S.A.
9	F. Ramada - Investimentos, SGPS, S.A.
10	Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD
11	Galp Energia, SGPS, S.A.
12	GLINTT - Global Intelligent Technologies, S.A.
13	Grupo Média Capital SGPS, S.A.
14	Ibersol, SGPS, S.A.
15	Imobiliária Grão-Para, S.A.
16	Impresa – SGPS, S.A.
17	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.
18	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.
19	Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.
20	Luz Saúde, S.A.
21	Martifer – SGPS, S.A.
22	Mota-Engil SGPS, SA,
23	NOS SGPS, S.A.
24	Novabase – SGPS, S.A.
25	Pharol SGPS, S.A.
26	Reditus – SGPS, S.A.
27	REN – Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A.
28	SAG GEST – Soluções Automóvel Globais SGPS, S.A.
29	SDC - Investimentos SGPS, S.A.
30	SEMAPA - Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A.
31	Sonae - SGPS, S.A.

32	Sonae Capital SGPS, S.A.
33	Sonae Indústria SGPS, S.A.
34	Sonaecom - SGPS, S.A.
35	Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD
36	Sumol+Compal, S.A.
37	Teixeira Duarte, S.A.
38	The Navigator Company, S.A
39	Toyota Caetano Portugal, S.A.
40	VAA - Vista Alegre Atlantis SGPS, S.A.

Segue-se na tabela 2 a informação retirada de cada uma das bases de dados utilizadas, e que estiveram na origem das variáveis usadas e construção de ambos os modelos:

Tabela 2 - Informação levantada em bases de dados

Informação	Base de dados
Valor de mercado dos Capitais Próprios	Datastream / Relatório & Contas
Valor contabilístico dos Capitais Próprios	Datastream / Relatório & Contas
Ativos por impostos diferidos	Datastream / Relatório & Contas
Passivos por impostos diferidos	Datastream / Relatório & Contas
Total do Ativo	Datastream / Relatório & Contas
Dívida financeira	Datastream / Relatório & Contas
Nº de diretores	Amadeus
Nº de administradores do género feminino	Relatório do governo das sociedades
Nº de administradores não executivos	Relatório do governo das sociedades
Nº de administradores independentes	Relatório do governo das sociedades
Formação académica dos administradores	Relatório do governo das sociedades
Participação no capital de internos	Datastream
Concentração / dispersão acionista	Amadeus
Classificação das atividades económicas	Amadeus

3.3. Hipóteses Teóricas

A construção das hipóteses teóricas tem por base a revisão da literatura exposta no capítulo II, no entanto, a existência de resultados pouco consistentes face à influência das variáveis explicativas da performance leva a que se opte por um conjunto de evidências registadas, de acordo com as que parecem ter maior relevância segundo os contributos teóricos mais recentes, assumindo que os esforços em prol da qualidade da informação são maiores, e que existe uma evolução da ciência na procura de resultados mais fiáveis e próximos da realidade, neste caso a realidade portuguesa das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa.

Na construção das hipóteses surge como variável dependente e transversal a todas elas, a performance, e as variáveis independentes são, a dimensão do conselho de administração; a concentração acionista; a participação acionista de administradores; a proporção de diretores não executivos; nível de independência do conselho de administração; formação em Economia/Gestão; existência de mulheres no conselho de administração.

Hipótese 1: A dimensão do conselho de administração, influencia negativamente a performance da sociedade.

Hipótese 2: A concentração acionista tem uma influência positiva na performance.

Hipótese 3: Quanto maior a participação acionista de administradores, maior a performance da empresa.

Hipótese 4: A proporção de diretores não executivos influencia positivamente a performance da sociedade.

Hipótese 5: A performance da empresa depende do nível de independência do conselho de administração.

Hipótese 6: A existência de administradores com formação em Economia/Gestão tem uma influencia positiva na performance.

Hipótese 7: A existência de mulheres no conselho de administração tem uma influencia positiva na performance.

3.4. Análise de Dados

O estudo da influência do governance na performance é analisado através dos coeficientes de uma regressão linear, na qual a variável dependente corresponde a uma medida de performance e as variáveis independentes correspondem a características do governance. Para o efeito são testados dois modelos com recurso ao programa de estatística *Eviews*, um para a rentabilidade das ações e outro para as variações do Q de Tobin. O coeficiente da regressão linear corresponde ao rácio entre a covariância da variável dependente e da variável independente e a variância da variável independente. Após a estimação da regressão linear a partir do teste estatístico *f-test* que indica a significância estatística da regressão, e cuja hipótese nula nos indica que não existe uma relação linear entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes utilizadas são também aplicados testes de significância estatística às variáveis, nomeadamente o *t-test*, a partir do qual se testa a hipótese dos coeficientes associados a cada variável serem iguais a 0, denominada de hipótese nula. Quando a hipótese nula é rejeitada com um nível de confiança superior a 90% ($p\text{-value} < 0,1$), considera-se que a variável independente (característica do governance) influencia a performance. Especificamente, serão assinaladas as variáveis cuja significância estatística é superior a 90%, 95% e 99%. O sentido da relação entre as variáveis independentes e a variável dependente corresponde ao sinal do coeficiente da regressão linear estimado, isto é, se o mesmo é positivo ou negativo.

3.5. Modelo de Análise

Por forma a testar as hipóteses de investigação apresentadas recorreu-se ao seguinte modelo:

$$\begin{aligned} PERF_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * FEM_{it} + \beta_2 * EDUC_{it-1} + \beta_3 * N_EXEC_{it-1} + \beta_4 * IND_{it-1} \\ & + \beta_5 * PART_{it-1} + \beta_6 * DISP_{it-1} + \beta_7 * C_ADM_{it-1} + \beta_8 * DIM_{it-1} + \beta_9 * ALAV_{it-1} \\ & + \beta_{10,\alpha} * ANO_{\alpha,it} + \beta_{11,\alpha} * SETOR_{\alpha,it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

No qual para o ano t e a empresa i , $PERF$ corresponde a uma medida de performance. O modelo é estimado duas vezes com medidas de performance alternativas. Numa primeira versão recorre-se à rentabilidade das ações das empresas, que corresponde à variação percentual do valor das mesmas. Em alternativa a performance das empresas é expressada através de variações no Q de Tobin respetivo.

FEM corresponde ao número de mulheres no conselho de administração das empresas em análise. $EDUC$ é igual 1 para as empresas-ano no qual o número de administradores com formação na área da economia/gestão é superior à mediana (0 nos restantes casos). N_EXEC assume o valor 1 para as empresas-ano em que o rácio de administradores não executivos no início do ano é superior à mediana e 0 nos restantes casos. A variável IND apresenta um valor diferente de 0 nos casos em que existem administradores não executivos independentes no conselho de administração no início do ano. Nos casos em que a participação de elementos internos da empresa, no início do ano, é superior à mediana da amostra, a variável $PART$ toma o valor 1 (0 nas restantes situações). Participações detidas por internos correspondem a ações de administradores e suas famílias, ações detidas por outras empresas, ações detidas por fundos de pensões e ações detidas por particulares com participações superiores a 5%. $DISP$ corresponde a 1 sempre que no início do ano não existe nenhum acionista com uma participação superior a 25% do capital no início do ano. Para se calcular a variável C_ADM , procedeu-se numa primeira fase à divisão do número de administradores no conselho de administração pelo total do Ativo no início do ano e multiplicou-se este rácio por 100. Este procedimento foi adotado porque é expectável que empresas de maior dimensão tenham mais administradores. C_ADM é igual a 1 nos casos em que, no início do ano, este rácio assume um valor superior à mediana. Neste trabalho optou-se por recorrer a uma metodologia na qual as variáveis explicativas assumem uma distribuição binária. Este tipo de procedimento é útil dada a sua simplicidade, porque

salvaguarda a análise de ruído que possam existir nos dados, contempla a possibilidade de as variáveis não assumirem uma relação linear e protege a análise de eventuais outliers.

Foram ainda consideradas no modelo um conjunto de variáveis de controlo. *DIM* corresponde ao logaritmo do total do Ativo. Adicionalmente, *ALAV* designa o nível de alavancagem financeira da empresa e é calculada através do rácio entre a dívida da empresa e o total do Ativo. *ANO* corresponde a um conjunto de variáveis dummy utilizadas para captar efeitos temporais (anuais). Por fim, foram ainda incorporadas um conjunto de variáveis dummy para captar efeitos ao nível dos setores de atividade. A alocação das empresas a um dado setor foi consistente com a respetiva Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE). Os setores considerados corresponderam aos setores nos transportes, construção, indústria transformadora, comércio e outros serviços. ε designa os resíduos da estimação.

Na tabela seguinte estão representadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas:

Tabela 3 - Dados estatísticos descritivos das variáveis

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão
<i>PERF1</i> (rentabilidade das ações)	-0,0094	0,0003	3,6528	-2,0171	0,3277
<i>PERF2</i> (variações no Q de Tobin)	0,0967	-0,0283	9,9084	-1,0000	0,7784
<i>FEM</i>	0,6877	0,0000	4,0000	0,0000	0,9147
<i>EDUC</i>	0,6195	1,0000	1,0000	0,0000	0,4861
<i>N_EXEC</i>	0,5268	1,0000	1,0000	0,0000	0,4999
<i>IND</i>	0,5902	1,0000	1,0000	0,0000	0,4924
<i>PART</i>	0,5011	1,0000	1,0000	0,0000	0,5006
<i>DISP</i>	0,2945	0,0000	1,0000	0,0000	0,4564
<i>C_ADM</i>	0,5000	0,5000	1,0000	0,0000	0,5006
<i>DIM</i>	13,4700	13,3707	17,5686	9,9203	1,6604
<i>ALAV</i>	0,4270	0,4206	1,5046	0,0001	0,2025

O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados generalizados com ponderadores seccionais e efeitos fixos temporais (através da inclusão de variáveis dummy anuais). A utilização de ponderadores seccionais é adequada na presença de heteroscedasticidade, a qual foi confirmada com recurso ao teste de *White*. A existência de heteroscedasticidade é consistente com uma amostra constituída por empresas substancialmente distintas.

Capítulo IV – Apresentação de Resultados

O modelo usado para testar as hipóteses teóricas assumiu duas versões. Uma primeira versão recorre à rentabilidade das ações das empresas, que corresponde à variação percentual do valor das mesmas. E seguidamente a performance das empresas é expressada através de variações no Q de Tobin respetivo.

Na tabela 4 pode verificar-se os coeficientes obtidos para cada variável no cálculo da regressão linear, tendo como medida de performance a rentabilidade das ações:

Tabela 4 - Performance medida pela rentabilidade das ações

Variável endógena	
<i>PERF</i>	Rentabilidade das ações
Variáveis exógenas e respetivos coeficientes	
Constante	0,8057**
<i>FEM</i>	0,0813***
<i>EDUC</i>	-0,0179
<i>N_EXEC</i>	0,0140
<i>IND</i>	-0,0439
<i>PART</i>	0,0314
<i>DISP</i>	0,0970**
<i>C_ADM</i>	-0,1479**
<i>DIM</i>	-0,0432*
<i>ALAV</i>	-0,0587
Dummys setoriais (ANO)	Sim
Dummys anuais (SETOR)	Sim
Estatísticas da estimação	
R ²	0,3709
P-value - significância estatística modelo	0,0000
Durbin-Watson (valor crítico)	2,0101

*, **, *** indicam significância estatística para um nível de confiança de 90%, 95% e 99%, respetivamente;

Os resultados obtidos após estimação do modelo, utilizando a rentabilidade das ações como medida de performance, indicam que as variáveis explicativas, como um todo, são estatisticamente relevantes. A variável *FEM* é estatisticamente significativa para um nível de confiança de 99% e o respetivo coeficiente é positivo. Assim, os resultados sugerem que

o número de mulheres no conselho de administração das empresas está positivamente relacionado com a performance, quando medida através da rentabilidade das ações. Especificamente, de acordo com o modelo apresentado, por cada administradora adicional, a rentabilidade das ações das empresas tende a aumentar 0,0813 pontos percentuais.

Adicionalmente, a variável *DISP* apresenta um coeficiente positivo, isto é, a rentabilidade das ações das empresas cujo principal acionista tem uma participação inferior a 25%, é em média superior em 0,0970 pontos percentuais. A variável é estatisticamente significativa para um nível de confiança de 95%. A relação encontrada sugere que as empresas no qual o capital está mais disperso, tendem a ter uma performance superior, em linha com a possibilidade de os acionistas de maior dimensão influenciarem a administração no sentido de tomarem decisões que maximizam a sua própria utilidade mas não necessariamente o valor de empresa. Note-se ainda que, sendo o coeficiente estimado positivo e estatisticamente significativo, rejeita-se a hipótese de que, os acionistas com participações elevadas têm mais incentivos para monitorizar o conselho de administração, dando origem a decisões económicas mais eficientes.

A variável *C_ADM* também revelou relevância estatística para um nível de confiança de 95%. De acordo com os resultados obtidos, em média, a performance das empresas que têm mais membros no conselho de administração é inferior em 0,1479 pontos percentuais. Apesar das empresas estarem a beneficiar de um maior número de recursos humanos nos conselhos administração, que poderia traduzir-se numa performance superior, dado que o nível de conhecimento e experiência seria mais elevado, a influência na performance da empresa é negativo. Os resultados apresentados sugerem que conselhos de administração mais populosos têm mais dificuldades de coordenação e comunicação, afetando negativamente as tomadas de decisão e por conseguinte a performance da empresa.

As restantes variáveis não se apresentaram relevantes de um ponto de vista estatístico. O sentido das relações encontradas para estas variáveis irá ser discutido adiante.

Optou-se por estimar novamente o modelo recorrendo a uma medida alternativa de performance. A medida utilizada correspondeu a variações do Q de Tobin. Se for utilizado somente o Q de Tobin, ao invés das variações do mesmo, o modelo sofre de autocorrelação. A existência de autocorrelação foi confirmada com o recurso à estatística de Durbin-Watson. Com este procedimento pretende-se que garantir que os resultados obtidos não são dependentes da forma como a performance é mensurada.

Vejamos agora a tabela 5 relativa aos coeficientes obtidos para cada variável no cálculo da regressão linear, tendo como medida de performance as variações no Q de Tobin:

Tabela 5 - Performance medida pelas variações no Q de Tobin

Variável endógena	
<i>PERF</i>	Variações no Q de Tobin
Variáveis exógenas e respetivos coeficientes	
Constante	0,2759**
<i>FEM</i>	0,0142*
<i>EDUC</i>	0,0159
<i>N_EXEC</i>	-0,0030
<i>IND</i>	-0,0311
<i>PART</i>	-0,0056
<i>DISP</i>	0,0121
<i>C_ADM</i>	-0,0430*
<i>DIM</i>	-0,0080
<i>ALAV</i>	-0,0551
Dummys setoriais (ANO)	Sim
Dummys anuais (SETOR)	Sim
Estatísticas da estimação	
R ²	0,4204
P-value significância estatística modelo	0,0000
Durbin-Watson (valor crítico)	2,1503

*, **, *** indicam significância estatística para um nível de confiança de 90%, 95% e 99%, respetivamente;

Os resultados obtidos indicam, para um nível de confiança de 90%, que à medida que aumentam o número de mulheres no conselho de administração, a performance das empresas também aumenta. Em particular, a segunda versão do modelo sugere que, em média, por cada mulher adicional, a variação no Q de Tobin, é superior em 0,0142. Ambos os modelos apresentados indicam que a presença de mulheres no conselho de administração se relaciona positivamente com a performance das empresas. Com base na análise efetuada não é, contudo, possível concluir que um número superior de mulheres no conselho de administração leva a melhores decisões, as quais justificariam uma performance superior. Note-se que um número superior de mulheres poderá sinalizar que a empresa é menos conservadora e/ou que se adapta mais rapidamente a contextos diferentes.

Na segunda versão do modelo, é também encontrada uma relação negativa e estatisticamente relevante entre a dimensão do conselho de administração e a performance. As variações no Q de Tobin são, em média, inferiores em 0,0430 para as empresas cujo conselho de administração tem mais administradores.

Quando a evolução do Q de Tobin é utilizada como variável dependente, a variável *DISP* já não se apresenta como estatisticamente significativa, ainda que o sentido da relação se mantenha.

A variável *IND* não se apresenta como significativa em nenhum dos modelos, todavia o sentido da relação é consistente em ambos. A análise efetuada indicia que a presença de administradores não executivos independentes está negativamente relacionado com a performance.

Para as restantes variáveis explicativas, os modelos estimados apresentam resultados contraditórios. Dado que se recorreu a variáveis dummy que foram criadas a partir de séries segmentadas a partir da mediana, é possível que estes resultados sejam explicados pelo facto de serem os valores medianos a estarem relacionados com uma maior ou menor performance, ou seja, a relação entre a variáveis é caracterizada por uma função quadrática. Por exemplo, a relação entre o número de administradores não executivos e a performance poderá não ser linear. Imagine-se que o número ideal de administradores não executivos corresponde a uma situação mediana. Nestes casos o procedimento utilizado não é adequado. Para testar esta possibilidade, os modelos foram reestimados e as variáveis que apresentaram coeficientes contraditórios em ambos os modelos substituídas por 2 variáveis: uma igual a 1 para os valores inferiores ao 33º percentil e uma outra que corresponde a 1 para os valores acima do 66º percentil (exemplo: *N_EXEC1* e *N_EXEC2*). Os resultados obtidos continuaram a não apresentar total consistência, excetuando para a variável *EDUC1* e *EDUC2*. Os coeficientes encontrados para estas variáveis foram negativos em ambos os modelos. As variáveis *EDUC1* e *EDUC2* são inclusivamente estatisticamente significativas no modelo em que a variável endógena corresponde à variação do Q de Tobin, para um nível de confiança de 95% e 99%, respetivamente. Assim, o estudo efetuado fornece alguma evidência que relativamente à formação dos administradores, sob ponto de vista da performance, o mais benéfico será a composição de um conselho de administração equilibrado.

Com o recurso à estatística de Durbin-Watson foi possível verificar que os resultados não estavam a ser influenciados pela existência de autocorrelação. A presença de heteroscedasticidade foi devidamente controlada através do uso de ponderadores seccionais. Foi ainda testada a significância estatística de todas as variáveis, como um todo. Para um nível de confiança de 99% concluiu-se que os modelos eram estatisticamente relevantes. Adicionalmente, por forma a testar-se se eventuais outliers estariam a ter algum impacto nos resultados, reestimaram-se os modelos utilizando o métodos dos mínimos quadrados

robustos. A estimação dos modelos com este método alternativo não altera de forma relevante as conclusões obtidas.

Capítulo V – Discussão de Resultados

Este trabalho propôs-se a analisar a influência das características do corporate governance na performance das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa. Para o efeito teve em conta características dos conselhos de administração e suas práticas como, a dimensão do conselho, a concentração acionista, a participação acionista dos administradores, a proporção de diretores não executivos, o nível de independência dos conselho de administração, e formação dos administradores em economia/gestão e presença de mulheres nos conselhos de administração.

A análise efetuada produz evidências que estão em linha com parte da literatura encontrada, dada a existência de resultados mistos no âmbito da temática de investigação.

Assim, de acordo com os resultados obtidos relativamente à existência de mulheres no conselho, em que se conclui a existência de uma relação positiva com a performance em ambos os modelos testados, encontra-se consistência com os obtidos por Carter, *et al.* (2010) na medida em que a presença de mulheres no conselho resulta numa melhor gestão que faz com que o negócio seja mais rentável, assim como admitem que a este tipo de cargos de topo chegam mulheres que sejam altamente qualificadas, indo de encontro aos resultados alcançados por Smith, *et al.*, (2006) e Rose (2007). Estes autores concluem que ao controlar as variáveis, proporção de mulheres executivas de topo nos conselhos de administração verificam um efeito positivo na performance, sendo uma grande parte do seu efeito atribuído às mulheres gestoras com as melhores qualificações em termos de educação.

Pelo que os resultados aqui obtidos vão ao encontro do daquilo que Smith, *et al.* (2006) define como sendo um grande argumento para que houvessem mais mulheres nos conselhos e por conseguinte um contributo para uma a importância da igualdade de género e oportunidades neste setor.

Ganha assim uma dimensão particularmente relevante no panorama nacional no âmbito do *V Plano Nacional para a Igualdade de Género, Cidadania e Não Discriminação 2014 -2017* (in: *Diário da República, 1.ª série — N.º 253 — 31 de dezembro de 2013*, Resolução do Conselho de Ministros n.º 103/2013) assim como no contexto da recente promulgação da lei sobre representação equilibrada de mulheres e homens nos órgãos de gestão das empresas cotadas, indo de encontro o ao regime legal já praticado em vários países da União Europeia.

Os resultados obtidos relativamente à relação entre mulheres no conselho de administração das empresas e performance é consistente com os trabalhos de Smith *et. al* (2006) ao trazer para a análise a ideia de que os CEOs, homens que são casados com esposas com maiores níveis de habilitações escolares são supostamente mais aptos a ter uma visão menos tradicional das competências de mulheres, estando dispostos a contratar e aceitar mais facilmente uma mulher na sua empresa comparado com os CEOs casados com mulheres com habilitações académicas mais baixas.

Além disso não foram encontradas na literatura evidências de que haja um efeito negativo, mas sim positivo, na perspetiva de que maior diversidade no conselho de administração resulta num aumento da performance, particularmente em empresas mais complexas (Anderson, *et al.*, 2009). Consequentemente, a diversidade na gestão pode também melhorar a imagem da empresa e desse modo ter efeitos positivos na performance e valor acionista, se a imagem positiva tiver efeitos positivos no comportamento dos consumidores.

Relativamente à participação acionista de administradores, e seu efeito na performance, os resultados sugerem que as empresas no qual o capital está mais disperso, tendem a ter uma performance superior, em linha com a possibilidade de os acionistas de maior dimensão influenciarem a administração no sentido de tomarem decisões que maximizam a sua própria utilidade mas não necessariamente o valor de empresa.

Com este resultado rejeitamos a explicação de que para as sociedades cotadas na *Euronext* Lisboa a concentração acionista, pode auxiliar a reduzir ou eliminar os custos de agência, e a performance das empresas melhora, quando a titularidade e o interesse dos gestores se juntam através de concentração de propriedade; pode assim, trazer benefícios ao nível da perseguição dos objetivos como o crescimento da empresa, inovação tecnológica, ou sobrevivência da empresa em vez de aumentar o valor para o acionista; potencia os incentivos para um maior envolvimento na governança, bem como se traduz num meio de influenciar os gestores através de estratégias de acesso direto e a ameaça de usar os seus direitos de voto concentrados, tal como defendido por Demsetz e Lehn (1985).

Regra geral seria de esperar que a alta concentração acionista, trouxesse benefícios ao nível da perseguição dos objetivos como o crescimento da empresa, inovação tecnológica, ou sobrevivência da empresa em vez de aumentar o valor para o acionista.

Em países cujo principal modelo de *corporate governance* é o modelo anglo-saxónico como é o caso dos EUA e do Reino Unido, a propriedade tende a ser dispersa, o que tem implicações ao nível da falta de meios e motivação para resolver os problemas de

agência (La Porta *et al.*, 1999). Em Portugal os sistemas dominantes são o Latino, e o Continental no modelo dualista, o que pode explicar estes resultados visto que o *governance* em Portugal se caracteriza por uma forte concentração acionista e presença das famílias fundadoras na gestão. Segundo o relatório anual sobre o governo das sociedades em Portugal de 2014 no que diz respeito “às relações familiares, profissionais ou comerciais, habituais e significativas, com acionistas detentores de participações qualificadas superiores a 2% dos direitos de voto da sociedade, identificaram-se 128 administradores em 34 sociedades para os quais se verificavam as relações mencionadas. Apenas nove sociedades reportaram que nenhum dos seus dirigentes detinha relações deste tipo, e duas declararam que todos os seus administradores estabeleciam relações desta natureza com acionistas detentores de participações qualificadas. Para o universo das 43 cotadas, o peso dos administradores com relações deste tipo era de 35%, e era superior nas sociedades não integrantes do PSI20 (38% versus 32%), nas não financeiras (36% versus 28%) e nas que adotaram o modelo Latino (38%, versus 30% nas do modelo Anglo-Saxónico)” (CMVM, 2014).

No que diz respeito à dimensão do conselho de administração e a sua influência na performance da sociedade, conclui-se em ambos os modelos que a performance das empresas que têm mais membros no conselho de administração é inferior.

Estes resultados coincidem com a perspectiva de Yermack (1996) e Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) que remetem para as vantagens dos conselhos de pequena dimensão associadas à baixa probabilidade de desentendimento, falta de coesão e desmotivação individual, e concluem que quanto mais membros constituem o conselho de administração menor a performance de uma empresa. De encontro a estes resultados também Cunha e Martins (2007) verificam uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e a performance. Estas perspectiva têm na sua base o argumento associado à dificuldade de comunicação, poder de decisão, custos de coordenação e comportamento de *free rider* nos conselhos de grande dimensão.

Face à independência do conselho de administração, os resultados do presente estudo indiciam que a presença de administradores não executivos independentes está negativamente relacionado com a performance. Estes resultados estão em consonância com Nascimento (2007), quando afirma que em Portugal, os estudos tendem a verificar que a presença de administradores não executivos no Conselho de Administração não atua como um mecanismo disciplinador da conduta dos gestores. Ainda que internacionalmente, a visão dominante sobre esta questão assente na perspectiva de que os diretores independentes são benéficos para o valor acionista, e que nos anos mais recentes os reguladores tenham

ênfatizado a importância dos diretores não executivos nos conselhos das empresas, muitos investigadores têm questionado a sua efetividade na monitorização, argumentando que estes, tal como os executivos estão motivados para agir de acordo com o interesse de outros acionistas apenas se estes tiverem um investimento significativo na empresa (Morck *et al.*, 1988; Jensen, 1993).

Relativamente à formação dos administradores, sob ponto de vista da performance, o estudo efetuado fornece alguma evidência que o mais benéfico será a composição de um conselho de administração equilibrado.

A este respeito os resultados vão de encontro à perspectiva de Ferreira (2010) que conclui apenas que a formação na área das finanças pode não ser suficiente para que haja uma total compreensão das questões financeiras de uma empresa, sendo que o conhecimento do ponto de vista financeiro é apenas uma pequena parcela da estratégia de uma organização, pelo que se considera pertinente a formação nas áreas da economia e gestão para a performance da empresa, no entanto é importante que haja um equilíbrio entre estes tipo de conhecimento com o do setor produtivo da organização. Abrindo-se portas a que futuras investigações contemplem os conhecimentos mais amplos dos membros do conselho, especificamente, a sua experiência na área de negócio da empresa.

Por fim pode dizer-se no que diz respeito à gestão de recursos humanos, existem evidências de que ter em conta algumas características dos conselhos de administração pode trazer benefícios para a performance das sociedades cotadas, nomeadamente ao nível da presença de mulheres no conselho, da dispersão acionista, da dimensão do conselho, da formação e da independência.

Capítulo VI – Conclusão

Este estudo orientou-se pelo objetivo de analisar a influencia das caraterísticas do conselho de administração e das práticas do governance na performance das sociedades cotadas na *Euronext* Lisboa, nomeadamente, a dimensão, a concentração acionista, a participação acionista, a proporção de administradores não executivos, a proporção de administradores independentes, a formação nas áreas de economia ou gestão e o número de mulheres no conselho de administração.

As principais conclusões deste estudo remetem para cinco, das sete variáveis independentes testadas. São elas, a proporção de mulheres no conselho de administração, a dimensão do conselho de administração, a dispersão acionista, a proporção de administradores independentes no conselho, e da educação na performance.

Os resultados sugerem que o número de mulheres no conselho de administração das empresas está positivamente relacionado com a performance, quando medida através das rentabilidade das ações assim como para a variação do Q de Tobin. Com base na análise efetuada não é, contudo, possível concluir que um número superior de mulheres no conselho de administração leva a melhores decisões, as quais justificariam uma performance superior. Note-se que um número superior de mulheres poderá sinalizar que a empresa é menos conservadora e/ou que se adapta mais rapidamente a contextos diferentes.

Ainda assim, a evidência de que o número de mulheres no conselho se relaciona positivamente com a performance, assume no contexto atual particular relevância em que cada vez mais os relatórios tendem a recomendar a presença de mulheres nos conselhos de administração. Desta forma, os resultados obtidos constituem um argumento para que hajam mais mulheres nos conselhos e por conseguinte um contributo para a importância da igualdade de género e oportunidades neste setor.

Obtiveram-se conclusões importantes relativamente à dimensão do conselho de administração. De acordo com os resultados obtidos, em média, a performance das empresas que têm mais membros no conselho de administração é inferior em 0,1479 pontos percentuais (quando medida pela rentabilidade das ações). Apesar das empresas estarem a beneficiar de um maior número de recursos humanos nos conselhos de administração, o que poderia traduzir-se numa performance superior, dado que o nível de conhecimento e experiência seria mais elevado, a influencia na performance da empresa é negativa. Os

resultados apresentados sugerem que conselhos de administração de grande dimensão têm mais dificuldades de coordenação e comunicação, o que se reflete negativamente nas tomadas de decisão e por conseguinte na performance da empresa

Outras das conclusões remete para os benefícios associados à dispersão da propriedade acionista nas sociedades, na medida em que se verificou uma relação estatisticamente significativa do seu efeito na performance medida pela rentabilidade das ações. Estes resultados sugerem que as empresas nas quais o capital está mais disperso, tendem a ter uma performance superior. O que está associado à possibilidade de os acionistas de maior dimensão influenciarem a administração no sentido de tomarem decisões que maximizam a sua própria utilidade mas não necessariamente o valor de empresa. Note-se ainda que, sendo o coeficiente estimado positivo e estatisticamente significativo, rejeita-se a hipótese de que, os acionistas com participações elevadas têm mais incentivos para monitorizar o conselho de administração, dando origem a decisões económicas mais eficientes.

Adicionalmente, identificaram-se indícios de que a presença de administradores independentes está negativamente relacionada com a performance. Estes resultados podem ser explicados por enviesamentos no processo de recrutamento e seleção destes administradores, sendo que os principais acionistas é que têm poder de decisão sobre esta questão, assim como pelo facto de que tal como os executivos, estes só estão motivados para agir de acordo com o interesse de outros acionistas se tiverem um investimento significativo na empresa (Morck *et al.*, 1988; Jensen, 1993).

Quanto à influência da educação na performance da empresa, isto é, a percentagem de administradores do conselho com formação em economia ou gestão, os resultados obtidos sugerem que deve haver um equilíbrio entre administradores com formação nestas áreas e noutras, nomeadamente na área de negócios da organização. Estes resultados alinham-se com a perspectiva de que a performance da empresa ficaria comprometida se no conselho não houvessem outros especialistas que não das áreas enunciadas, indicando que existem benefícios se houver um equilíbrio entre os membros do conselho com formação nas áreas da economia e gestão e membros com formação em áreas diferentes.

As principais dificuldades sentidas nas investigações nesta temática prendem-se sobretudo com a recolha de informação acerca das sociedades cotadas, implicando a consulta dos relatórios e contas e relatórios do governo das sociedades para cada empresa/ano assim como a disponibilidade de outros dados que permitam aos investigadores alcançar cenários mais próximos da realidade assim como as especificidades associadas ao contexto de cada

empresa e stakeholders. Outra dificuldade prende-se com a dificuldade em encontrar dados relativamente à remuneração dos administradores, que seria uma variável relevante para a análise em causa.

Poderá ser pertinente aprofundar algumas questões, nomeadamente a diversidade do conselho além do género, que ainda foram pouco explorados em Portugal. Outra questão importante remete para os planos de compensação e no modo como isso se reflete na performance da empresa, trabalhando especificamente no âmbito da motivação dos administradores. Por fim estudos futuros seriam uteis na temática associada ao processo de seleção dos administradores independentes, permitindo concluir sobre a sua eficácia na monitorização do conselho e consequentemente o seu real contributo para a performance.

Este trabalho contribui para a literatura nacional no âmbito do *corporate governance* das sociedades cotadas na *Euronext* Lisboa, bem como para a literatura que visa explicar a performance das empresas. Apresenta-se importante também face à escassez de evidências empíricas estatisticamente relevantes ao nível nacional, e à necessidade de aprofundar uma série de indícios para chegar a resultados robustos o suficiente para que se tornem orientadores das práticas ao nível do *corporate governance*, e em particular, dos gestores de recursos humanos na gestão do capital humano que favoreçam a performance das empresas a partir das características dos conselhos de administração. A este respeito, foi possível obter uma melhor compreensão de que forma se pode potenciar a eficácia das decisões no âmbito das características dos conselhos de administração e contribuir com evidências que suportam o uso do mesmo como ferramenta de gestão estratégica.

Referências bibliográficas

- Adams, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. & Mehran, H. (2005) Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry, Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(2), 143-161.
- Aldrighi, D. M., Postali, F. A. S., & Kayo, E. K. (2016). Estruturas dos Conselhos de Administração das Empresas Listadas na Bovespa (2003-2010): Determinantes e Implicações sobre o Desempenho. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*.
- Alm, M., & Winberg, J. (2016). How Does Gender Diversity on Corporate Boards Affect the Firm Financial Performance? Thesis, University of Gothenburg School.
- Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 6(1), 57.
- Alves, S. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 141-160.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., & Upadhyay, A. W. Zhao, (2009), The Economics of Diretor Heterogeneity. Working Paper, Temple University.
- Arruda, G. S., Madruga, S. R., & de Freitas Junior, N. I. (2009). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1).
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The journal of finance*, 57(6), 2695-2740.

Bertrand, M., Mehta, P., & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. and Zimmermann, H. (2006) An integrated framework of corporate governance and firm valuation, *European Financial Management*, 12, 249-283.

Bennedsen, M., Kongsted, H. C. and Nielsen, K. M. (2008) The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1098-1109.

Bertrand, M., Mehta, P., & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.

Bøhren, Ø. e Strøm, R. Ø. (2010). Governance and politics: Regulating independence and diversity in the board room. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (9-10), 1281-1308.

Brito, R. P., & Oliveira, L. B. (2016). A relação entre gestão de recursos humanos e desempenho organizacional. *Brazilian Business Review*, 13(3), 94.

Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance* (Vol. 1). Gee.

Brighman, E. & Weston F. (2004). *Fundamentos da administração financeira*. 10 ed. Pearson Makron Books: São Paulo.

Campos, L. B. V. (2015). *Influência das características dos modelos de corporate governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal* (Doctoral dissertation).

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.

Carvalho, N. H. V. (2017). *Corporate governance e conflitos de agência em Portugal: revisão de literatura e evidência empírica* (Doctoral dissertation).

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.

Clarke, T. (1998). The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance. *Career Development International*, 3 (3), 118-124.

CMVM (2007) Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2007. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociadescotadas/Pages/20081128a.aspx#ii.1>(Publicações). Consult. em 4 de agosto de 2007.

CMVM (2014). Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades em Portugal. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Governo%20Sociedades%202014.pdf>. Consult. em 28 de agosto de 2017.

Cohen, D., Dey, A., & Lys, T. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787.

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.

Coutinho, C. P. (2014). *Metodologia de investigação em ciências sociais e humanas*. Leya: Lisboa.

Cunha, V. L. M., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67-92.

da Cunha, P. R., & Politelo, L. (2013). Determinantes do nível de Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(2), 211-235.

Dahya, J., McConnell, J. J., & Travlos, N. G. (2002). The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57(1), 461-483.

David, P., Hitt, M. A., & Liang, T. W. (2007). The benefits and costs of large block ownership before and during the East-Asian crisis, Working Paper.

de Andres, P. A., Azofra, V. and Lopez, F. (2005) Corporate boards in some OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness, *Corporate Governance. An International Review*, 13, 197-210.

de Oliveira, M. T. M. (2016). *Stock Option Plans e o seu Impacto no Governo Das Sociedades*, Working Paper No. 4.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

Dias, S. A. C. (2016). *O impacto do tamanho e da diversidade de características das equipas de gestão de topo no desempenho financeiro: o caso das empresas cotadas na Euronext Lisbon* (Master's thesis, FEUC).

Eisenberg, M. A. (1998). The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm. *J. Corp. L.*, 24, 819.

Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Fernandes, Nuno (2005), "Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members", European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance, Working Paper nº104/2005.

Ferreira, F. R. D. A. (2014). *A divulgação da informação financeira sobre recursos humanos e a sua influência no desempenho. O caso das empresas portuguesas cotadas no EuroNext Lisboa* (Doctoral dissertation).

Ferreira, D. (2010). *Board diversity* (pp. 225-242). Oxford, John Wiley & Sons.

Franco, J. M. M. e Viçoso, M. (2011). Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas. Instituto Português de CorporateGovernance. Cadernos do IPCG sobre CorporateGovernance. 1º Fascículo.

Gil, A. C. (1999). Métodos e técnicas de pesquisa social. 5 ed. São Paulo: Atlas.

Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.

Heugens, P.P.M.A.R., van Essen, M. & (Hans) van Oosterhout, (2009) Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *J. Asia Pac J Manag*, 26: 481.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.

Johnson, W. B., Magee, R. P., Nagarajan, N. J., & Newman, H. A. (1985). An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: Implications for the managerial labor market. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 151-174.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222-279.

Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of political economy*, 102(6), 1248-1280.

Lemos, K. M., Rodrigues, L. L., & Ariza, L. R. (2009). Determinantes do nível de divulgação de informação sobre instrumentos derivados. Evidência empírica no mercado de capitais português. *Tékhné-Revista de Estudos Politécnicos*, (12), 145-175.

Machado, D. F. Z. (2015). *Remuneração dos administradores nas sociedades cotadas: determinantes e enquadramento legal* (Master's thesis, FEUC).

Martins, H. C. (2010). Papéis dos Conselhos de Administração: perspectivas teóricas. *Revista de Administração FEAD*, 2(1).

Mathiesen (2002) Encyclopedia for corporate governance. Disponível em www.encycogov.com. Consult .3 de setembro de 2017.

Matias, Margarida (2016) Influência da características de corporate governance na performance das empresas cotadas na Euronext Lisbon. Tese de Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial – Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Coimbra.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. In *Corporate takeovers: Causes and consequences* (pp. 101-136). University of Chicago Press.

Miralles-Marcelo, J. L., del Mar Miralles-Quirós, M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156-168.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.

Mura, R. (2007) Firm performance: Do non-executive directors have minds of their own? Evidence from UK panel data, *Financial Management* (2000), 36: 81–112.

Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.

Nascimento, R. (2007), “A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa: o caso português”; Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Faculdade de Economia do Porto.

Nguyen, B., and K. Nielsen (2010) The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics* 98: 550–567.

Ødegaard, B. A., & Bøhren, Ø. (2003). Governance and performance revisited. *ECGI-Finance Working Paper*, 28.

OECD (1999). OECD Principles of Corporate Governance. Business Setor Advisory Group on Corporate Governance, Ira Millstein Chairman OECD, Paris.

Pass, C. (2004). Corporate governance and the role of non-executive directors in large UK companies: an empirical study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(2), 52-63.

Pedersen, T., & Thomsen, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3), 367-381.

Pereira, J. (2013). O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa.

Postma, T. J. B. M., Hans van Ees and Sterken, E. (2003) Board composition and firm performance in the Netherlands, *Eastern Economic Journal*, 29, 41-58.

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics*, 20, 237-265.

Prodanov, C. C., & de Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico-2ª Edição*. Editora Feevale.

Rezende, J. (2017). *Balanced Scorecard e a gestão do capital intelectual*. Elsevier Brasil.

Richardson, R. J. (2017). *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas-Capítulo 5*. Editora ATLAS SA-2015-São Paulo.

Rodrigues, A. T. L., & Lemos, I. S. D. (2009). Ferramentas de gestão para organizações contábeis. *ConTexto (Porto Alegre)*. Vol. 9, n. 16 (2. sem. 2009), p. 1-20.

Rodrigues, Euriteca Nunes (2012), "CorporateGovernance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na EuronextLisbon". Dissertação de Mestrado. Universidade Técnica de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão. Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.

Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.

Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.

Santos, A. G. D. (2009). *Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Santos, A., & Aragaki, C. (2015). A Importância do Conselho de Administração em Empresas Familiares de Capital Fechado. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 2(1), 65-85.

Salkind, N. J. (1999). *Métodos de investigación*. 3. ed., México: Prentice Hall.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Thejournaloffinance*, 52(2), 737-783.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

Silva, A. S.; Vitorino, A.; Alves, C. F.; Cunha, J. A. e Monteiro, M. A. (2006), «Livro Branco sobre *CorporateGovernance* em Portugal». InstitutoPortuguês de Corporate Governance, Lisboa.

Silva Júnior, C. P. D., & Martins, O. S. (2017). Mulheres no Conselho Afetam o Desempenho Financeiro? Uma Análise da Representação Feminina nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(1).

Singell, L. (1997). Nepotism, discrimination, and the persistence of utility-maximizing, owner-operated firms. *Southern Economics Journal*, 63,904-920.

Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, University of Chicago Reprint, 1976.

Smith, Adam (1776 [1999]) *A Riqueza das Nações* (4ª edição). Volume I. Serviço de Educação. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.

Soares, L. A. G., Lucena, W. G. L., de Melo Dantas, V., & Ribeiro, I. M. (2017, May). A Relação Entre o Desempenho Económico e Financeiro das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA e sua Performance Produtiva. In *14th CONTECSI-International Conference on Information Systems and Technology Management*.

Sousa, P. R. (2011). Administradores não executivos: regime de responsabilidade. Instituto Português de Corporate Governance. Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/apresentao_prs.marsh_763574_1_2.pdf.

Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), 133-152.

Tierno, M. V. (2014). *Corporate governance and portuguese listed companies' performance* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).

TUAC (2004) Trade Union Advisory Committee to the Organisation for Economic Cooperation and Development, TUAC submission to the Annual Meeting of National Contact Points (TUAC, Paris).

Yermack, D. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics*, 39(2), 237-269.